

Bank of Canada

**Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year**

1982

Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9



Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

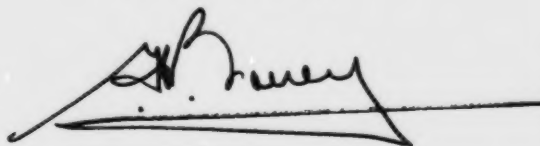
February 28, 1983

The Hon. Marc Lalonde, P.C.,
Minister of Finance,
O t t a w a .

Dear Mr. Lalonde,

In accordance with
the provisions of the Bank of Canada Act
I am transmitting herewith my report for
the year 1982 and a statement of the
Bank's accounts for this period, signed
and certified in the manner prescribed in
the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,



Governor

BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR – 1982

General Observations	5
Economic and Financial Developments	
Economic Activity and Inflation	13
Interest Rates in 1982	19
International Financial Problems	23
The Experience in Using Monetary Aggregates	25
Debt Management and Foreign Exchange Operations	31
Appendix Tables	35
Financial Statements	45
Board of Directors	49
Principal Officers	50
Regional Representatives and Agencies	51



General Observations

I regard my Annual Reports as opportunities to describe those current developments in the economic and financial life of the nation that we in the Bank consider to be of greatest consequence, what we believe to be the principal forces that are shaping events, how we have responded to the situation in our conduct of monetary policy and why we have judged that that response was in the national interest. In this Report I shall try to respond to the unusually lively discussion of these matters that is going on at the present time.

Canadians are well aware of the unwelcome features of the current economic scene. These features have been fully described by the news media and by a wide range of commentators; both employment and output in Canada are well below their earlier peaks, there is an extremely large amount of unemployment, many businesses have been forced into bankruptcy and the ability to survive of many others is threatened, and rates of both interest and inflation, while declining, are still high. The international economic environment has also been unfavourable in that the world is experiencing the deepest recession in the postwar period. Further details on these matters are included later in this Report. It is abundantly clear that the pain and distress felt by many Canadians is substantial and continuing. The disappointment and frustration with the current reality is the greater by virtue of the high expectations of increasing prosperity that many Canadians had come to count on. 1982 was certainly an unhappy year.

The problem is not ignorance or indifference to the sad facts of our economic condition. If descriptions of the situation, or expressions of dismay about it, would fix it up all would be well. But of course they won't. The problem of what to do about it remains.

Everyone interested must be impressed, and perhaps also distressed, by the wide range and contradictory character of the proposals advanced for resolving our economic problems. It is true that many proposals that sound like programs for action are really only statements of goals, not methods for attaining them. But among the proposals for specific actions there is no shortage of diversity. Some people advocate more monetary expansion and others warn against it; some want more fiscal stimulus and others are opposed; some want more direct regulations of one kind or another and others want more reliance on market processes; some want more power given to particular groups and some want less; some think that Canada should move in step with other nations and others think that we should act alone. And so on.

One healthy feature of the current debate is the general realization that Canada's economic problems did not arise overnight and cannot be resolved quickly. In matters of economic policy, viewing events within a fairly long time spectrum is the beginning of wisdom. Current economic difficulties can rarely be understood except within a historical context.

For much of the world the period from the end of the Second World War until

a few years ago was a golden era in economic matters. Probably never before in human history had the living conditions of so many people improved so rapidly. One of the contributing factors was the success of public policy in the major industrial countries in maintaining an environment favourable to economic growth. That policy arose from a strong commitment of governments to high levels of employment and output and involved a great readiness of governments and central banks to move quickly to stimulative fiscal and monetary policies whenever there were signs of economic recession.

That policy prescription worked well enough for long enough that it became the conventional wisdom in public economic management in many countries. Financial stimulation became the standard response whenever any economic clouds appeared. It was seen as the touchstone for sustained high levels of employment and output in market-oriented economies.

The events of the last dozen years or so have exposed some problems with this policy prescription. The principal difficulty with financial stimulation is that it is hard to get it right, and a persistent tendency towards overdoses has increasingly yielded cost and price inflation rather than an increase in employment and output. This was the principal cause of the worldwide surge of inflation in the early 1970s. Fears of recessionary influences of one kind or another led the authorities in many countries to follow financial policies that proved in the event to overstrain the effective capacity of their economic systems to generate additional employment and output. As a result their economies overheated badly, that is, they generated a lot of inflation. The process was strongly reinforced by the so-called first oil shock and by some other lesser shocks, and a massive worldwide inflationary surge erupted.

Since then another limitation on financial stimulation as an instrument of economic policy has become more and more evident. This is that its beneficial effects

cannot be counted on in a society that lacks confidence in the future value of its national money. When people have expectations or fears of high or rising inflation they tend to see in stimulative financial policy evidence that their expectations or fears are warranted. The actions that they then take to protect themselves push up costs and prices (including interest rates) and reduce the benefits to employment and output that the financial stimulation was undertaken to achieve.

This is the quandary in which public financial policy now finds itself to a greater or lesser extent in all market-oriented societies. The more inflation a country has experienced in the recent past, the more fragile will public confidence likely be in the future value of that country's currency and the less effective will financial stimulation likely be in increasing employment and output rather than inflation. This limits the room for manoeuvre and is the reason why financial policy in most countries has been much more cautious in moving towards substantial economic stimulation in this recession than it was in earlier recessions.

One possible reaction to this argument is, of course, to say – so what? If some financial stimulation is dissipated in inflation some will not be, and the policy reaction ought to be to increase the dosage, not to back off. This is, of course, the argument that more inflation is a price worth paying for more employment. The trouble with that argument is that it is based on a false premise, namely, that societies have the option of buying employment with inflation. They do not, not more than very temporarily, not any longer. It was plausible that they did have that option when confidence in the future value of money was high but those days are past. When confidence in the future value of money is weak, what more inflation buys is yet more inflation. Any benefits to employment are of short duration.

This is little more than repeating what I have frequently said, that willingness to accept inflation is no solution to poor

economic performance. I am, of course, pleased that this view is widely shared, and for a time there seemed to be virtually no expression of the contrary opinion. But it has re-emerged to some extent in variants of the argument that "the cure is worse than the disease"; that fighting inflation is worse than having it. To argue this way is to misunderstand the disease. It is true that inflation seems benign in its early stages; as long as it is seen as accidental and temporary it induces a mood of prosperity and contributes to economic expansion. That happens as long as people do not act in anticipation of continuing inflation. But after inflation continues for a while its character changes. It becomes seen as endemic, people act in the expectation that it will continue, and it becomes self-reinforcing. That is when the real trouble starts. If inflation is not resisted, if it is accommodated, it will accelerate. If the process is allowed to continue the final phase is hyperinflation, or worthless money. To avoid that phase inflation must sooner or later be fought. Some "cure" cannot be avoided.

What I am saying in these remarks is that while the world's economic problems are more serious than they have been since the 1930s they cannot be resolved by the vigorous use of financial stimulation. The reason is that the earlier successes of financial stimulation led to an excessive use of it and generated the Great Inflation of the 1970s. Many of our current problems are the distortions generated by that inflation. We shall not be able to cure them by the policies that caused them. To make our market economies work well again and to foster international trade what we need is a strengthening of confidence in national currencies. Things will not go very well until we get it. Confidence in money was slow to ebb and should not be expected to recover quickly. This is not of course to deny any room for manoeuvre to either fiscal policy or monetary policy in any country in the period ahead. What it does mean is that overall financial policy must be, and must be seen by a skeptical public to be, consis-

tent with a continuing movement towards cost and price stability. If it is not so seen, if it arouses increased fears of inflation, its economic effects will be perverse.

* * *

Since there is then no real alternative to resisting inflation it is constructive to accept that fact and go on from there. What one goes on to is the much more profitable question of the best means of resisting it.

The surest thing that can be said on how best to resist inflation is that an essential element is control of monetary expansion – of money creation. That is too incontrovertible to be worth debating. In the current debate it is not so much challenged as ignored. The institution charged with responsibility for the control of money creation in Canada is the Bank of Canada. We are frequently pressed by people to do things that would involve giving up control over money creation without any apparent recognition on their part that that is what they are really asking. We have, of course, to refuse.

I believe that the principal misunderstanding about central banking in Canada is that the Bank of Canada could achieve more or less immediately a low level of interest rates if it wanted to. This confusion seems to arise from the fact that the Bank is able to have an important influence on short-term interest rates within a limited range. It exerts this influence by varying the supply of reserves to the financial system, thereby affecting the borrowing and lending decisions of financial institutions. But this means of influencing interest rates, while powerful within a limited range, has perverse effects if the limits to its use are not respected. If the Bank were to try to force on to financial markets an interest rate structure that was seen by observers in Canada and abroad as likely to lead to an acceleration of inflation in Canada, there would be a rush to sell financial assets denominated in Canadian dollars. Even very high rates of monetary expansion could not

prevent market interest rates from shooting up. The Bank's initiative would have been wholly counterproductive.

The fact of the matter is that the conduct of monetary policy in Canada is a market exercise, and the Bank of Canada has far less power to reduce interest rates quickly than is frequently attributed to it. The principal power of the Bank to lower interest rates lies in its ability to contribute to a lower rate of inflation, and that takes time.

What is open for debate is the use made by the Bank of Canada of such room as is in fact available to it. The room for lower interest rates is, as I have said, always severely constrained by the current environment. Choices within this range are normally too limited to allow them to have major economic effects in the short run but they are of great consequence over the longer term. It is the cumulative effect of monetary policy over time that is most important. If over time the rate of monetary expansion is too low it will impede economic growth; if over time it is too high it will perpetuate inflation. That is the true nature of monetary policy.

The goal of the Bank for many years now has been to put moderate but continuous downward pressure on the rate of inflation in Canada. That is, of course, an intermediate goal; the ultimate goal is to encourage sustained economic prosperity.

The pursuit of that goal has required a slowing of the rate of monetary expansion in Canada from the excessive rate reached in the early 1970s. A number of difficulties have been encountered along the way. Monetary expansion is an analytic concept which, to be useful for policy, has to be applied to particular situations. A later section in this Report reviews the Bank's experience with the monetary aggregate known as M1 as a guide. What I want to say here is that the withdrawal by the Bank last November of its target range for M1 growth did not reflect any basic change in its approach to monetary policy. What it reflected was that M1 had become an unsuitable aggregate

to use in expressing targets because its relationship to interest rates and total spending was no longer sufficiently reliable for that purpose. We have not yet succeeded in finding another aggregate that is suitable for target-setting. This affects the way of describing our policy but not the policy itself. We continue to believe that monetary policy must move towards a trend of monetary expansion that will permit economic growth without inflation. With careful interpretation the aggregates that are available provide a basis for judging the trend.

Another difficulty that the Bank of Canada has had in the implementation of its policy of putting anti-inflationary pressure on the Canadian economy has had to do with the degree and the stability of that pressure. In order to minimize the economic strain involved in moving towards monetary stability the Bank wanted to offer no more restraint than was necessary to do the job over a period of years. How much restraint would be necessary could not be foretold with assurance because of the limited knowledge of how the Canadian economy would react. It is now clear that the Canadian economy has shown strong resistance to becoming less inflationary. I shall return to this matter later in these remarks.

The degree of anti-inflationary pressure on the Canadian economy has been quite uneven over the past several years, having been rather mild in the later 1970s and having become very strong so far in the 1980s. This sequence was due to a considerable extent to the sharp tightening in monetary policy in the United States in the autumn of 1979 and the associated sharp increase in interest rates in that country.

It seems to be a persistent faith of some Canadians that it should be possible to manage economic affairs in this country with little regard to what is happening in the United States. Given the high degree of interconnection and interdependence between the two economies this is not possible. For it to become possible these links would have to be broken by restrictions on trade and payments. The economic cost to

Canada of breaking the links would be so great that it is hard to imagine anyone proposing it seriously. Canada is among the countries in the world that benefit most from economic interdependence.

It is sometimes argued that a country like Canada can enjoy at the same time a high degree of interdependence in trade and a high degree of independence in economic policy simply by letting its exchange rate move around freely in response to exchange market pressures. This argument attracted a lot of support in the 1960s, and high hopes were entertained in many quarters about the advantages that would accrue to trading nations from the flexible exchange rate system that the world moved to in the 1970s. It has not worked out quite that way. There has indeed been a great deal of exchange rate movement of the currencies of the world's major trading nations, but what now attracts most attention is the disruptive effects of this movement on national economic policies and on international trade. There is growing recognition of the need for more harmonization of national economic policies, including the mix of fiscal and monetary policy, in order to stabilize exchange rates.

The economic argument for as much stability of exchange rates as is practical is easy to understand. For countries that are much involved in international trade their exchange rate is, by definition, a very important price. It can quite reasonably be said that for Canada the exchange rate of our currency vis-à-vis the U.S. dollar is the most important single price in the economy. It has a profound effect directly or indirectly on the whole structure of prices throughout Canada. To have such an important price swinging around widely would be about as disruptive an influence on the evolution of Canadian economic affairs as one could imagine.

The case for as much exchange rate stability as is practical is not a case for stability at an inappropriate level. The difficult question here is — how does one know whether an exchange rate is appropriate or

inappropriate? Different groups in the economy have different interests in the exchange rate and some of them are conflicting; the clearest example is the conflicting interest of producers of exports and consumers of imports. A balance must be struck between the public interest in having the country's export industries reasonably competitive in foreign markets and the public interest in protecting the domestic cost and price structure from being driven up by exchange rate depreciation. Some people seem to think that this balance has not been properly struck in Canada in recent years, that monetary policy has been too protective of the exchange rate. This is a rather surprising view in the light of the extent and rate at which the Canadian dollar has depreciated in the last half-dozen years. If exchange rate depreciation is of such economic benefit, one might ask, why have things not gone better in Canada? A major reason is that the exchange rate depreciation was accompanied by a high rate of inflation. To that extent the exchange depreciation has been an exercise in frustration; nobody got what he wanted.

* * *

The events of 1982 have thrown into stark relief the world's heritage of problems from the inflationary surge of the 1970s. Most countries have many difficult situations that must be adjusted or somehow digested as the world recovers from inflation. The transition is proving to be painful everywhere but nowhere is it more so than in the so-called third world, the developing countries.

Their situations have been highlighted by the attention that has recently been drawn to their problems in managing the vast international debt that they have accumulated, much of it quite recently. A brief description of the origins and nature of that problem appears later in this Report. It notes the participation of the Bank of Canada for Canada in a number of international financial initiatives taken recently to

help to deal with this problem. Many further international initiatives of one kind or another may be required in the years ahead because the problem is serious and is far from resolved. What I want to say about it here is that the nature of the problem is well understood and that I am confident that those involved will face up to doing what may be required.

Another part of this Report describes the process of economic adjustment in Canada during our recovery from inflation. I have already referred to the fact that our economic system has exhibited stubborn resistance to a reduction in the rate of cost and price inflation. Why has the resistance been so stubborn?

Let me say first of all that I doubt that anybody is able to give a definitive answer to this question. It involves an aspect of the functioning of Canadian society that has received far too little consideration. I would welcome such attention as the newly appointed Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada may find it possible to give to it. I think it likely that a thorough examination of the question would point to policy initiatives of one kind and another that would improve appreciably the prospects for employment and output in Canada.

What has been underway in Canada for some years is an effort to reduce inflation by financial restraint working through market forces. There is nothing novel in this. We are a market-oriented society; we get inflation through market forces when financial conditions are too lax; we have reduced inflation before by financial restraint working through market processes; we have enjoyed on occasion quite long periods of prosperity without significant inflation through the use of market forces to keep the situation in suitable balance.

The cost involved in reducing inflation through market forces depends upon how flexibly costs and prices respond to market pressure. If the response is very flexible, weaker markets will lead to a rapid moderation of the trend of labour costs, of

other costs and of profits and thus to a rapid moderation in the trend of prices. In that case the process will involve little disruption of production and little change in income shares unless developments in external markets complicate the adjustment.

To the extent, however, that participants in the economic process do not respond in this way the process becomes more disruptive. Market pressure gets translated into lower employment and production rather than lower inflation.

In Canada the response has been distressingly slow. Profits have declined very sharply but salary and wage costs were slow to show a significant moderation in trend. The explanation of this must lie at least in part in the existence of arrangements which have offset the market pressures. This in turn has increased the degree of market pressure needed to reduce inflation and has increased the loss of employment and output involved in the process.

There are a wide variety of arrangements, both private and public, that appear to have contributed to this result. What they have in common is that they reduce the competition in labour or product markets. The point in looking carefully at them would be to see whether they are compatible with the national interest. If they are, then their cost in terms of lower employment and output should be accepted without complaint. If they are not, better arrangements should be devised. We should rid ourselves of the comfortable illusion that there is some use of monetary and fiscal policy that can coax high employment and efficient production from the economy no matter what policies or practices are followed in other respects. We should look more searchingly at the consequences of those other policies and practices to see if we want to accept them.

The Government of Canada's program of "6 and 5" and the comparable provincial programs are initiatives to speed up the response of costs and prices to the present anti-inflationary climate. They work by overriding temporarily other

arrangements that exist for determining certain costs and prices. I believe that these initiatives are helping in the transition to a less inflationary economy.

* * *

These remarks, like most of what one reads these days on economic matters, are full of references to problems. There is no shortage of problems to talk about. But a balanced view of the economic scene at home and abroad would take note of some positive aspects. The main ones are that the world economy is recovering from inflation, that the economic recession involved in the process does not seem likely to be more severe than it now is, that the economic dynamics of the situation are increasingly favourable to economic recovery, and that some early and tentative signs of recovery are beginning to appear.

What to me is clearest and most reassuring about the current economic scene is

that Canada and a number of other countries are working off the inflation-induced excesses of the 1970s. That had to happen and it was bound to be painful; the good news is that we are getting through that transition. Our progress shows up clearly in the trend of costs and prices: the rate of inflation has slowed markedly and is continuing to decline. Our progress also shows up in interest rates: they are declining as the rate of inflation declines. But the transition we are accomplishing is more fundamental than that: it is a change in attitude to the economic process. Dispositions to believe in the easy availability of rapidly growing incomes are being shattered by the hard facts of economics, namely, that rising incomes have to be earned by efficient production. There is much more realism in economic decision-making in Canada today than there has been for quite a while. That is the foundation for our improving economic prospects. That is the surest basis for confidence in our economic future.

Economic Activity and Inflation

The Canadian economy suffered a steep decline in output and sharply rising unemployment in 1982. Inflation continued to decelerate. Similar circumstances were faced by other major industrialized countries, though output declines elsewhere were smaller on average than in Canada and the downturn in inflation came earlier.

Underlying the pattern of world economic developments in the past year has been the continuing process of adjustment

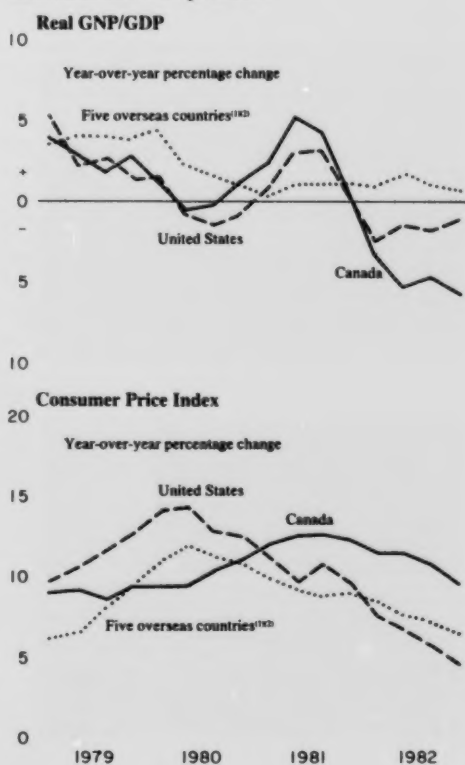
to lower levels of inflation which began in 1979 with the adoption in most major industrial countries of policies of greater financial restraint. The earlier persistent upward ratcheting of cost and price pressures, in a climate where the determination of financial policies to resist inflation often appeared uncertain, had greatly increased inflationary expectations. By 1979 there were mounting signs that expectations of accelerating inflation were becoming self-fulfilling. In response to such pressures, interest rates rose appreciably in most industrial countries in 1979 while fiscal policies also were tightened. The resulting process of adjustment to less inflationary conditions has been unfolding since, though in various ways and at various speeds in different countries.

In Canada there was a surge of demand and inflationary pressures between mid-1980 and mid-1981. Partly in reaction, the fall-off in economic activity in Canada since then has been sharp, certainly in comparison with the United States where economic activity was less buoyant than in Canada in the 1980-81 period. Canadian inflation began to respond to the weaker market conditions in 1981, but the shift was relatively gradual, particularly in respect of domestic production costs. However, by the latter part of 1982 and early 1983 inflation was running appreciably below the pace of a year earlier.

Economic Activity

As inflation accelerated and interest rates rose through the second half of 1979, economic activity in Canada began to slacken. However, in mid-1980 real outlays began to rise again and by the second quarter of 1981 Gross National Expenditure in volume terms was some 5½ per cent above the level seen a year earlier. The remarkable

International Comparisons

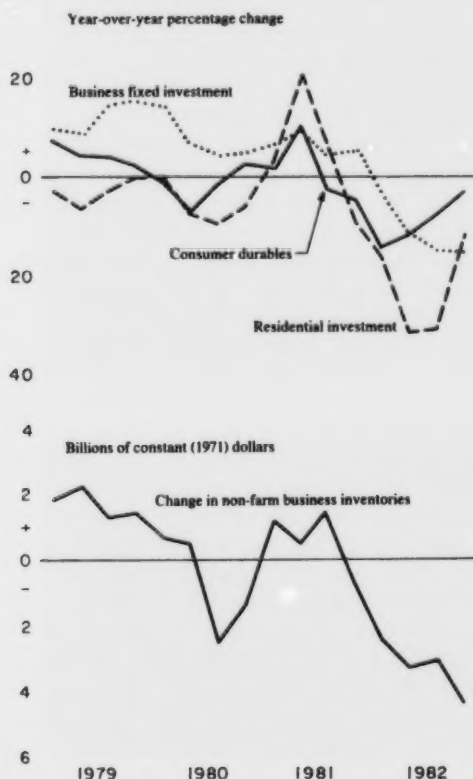


⁽¹⁾ Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy

⁽²⁾ 1981 GNP/GDP weights

feature of this surge in spending – GNE in current dollars rose by more than 15 per cent over the period from mid-1980 to mid-1981 – was that it persisted strongly well into 1981 in the face of sharp increases in interest rates. Underlying such behaviour seems to have been a belief that very high rates of inflation would continue on for some time.

Selected Real Expenditure Components

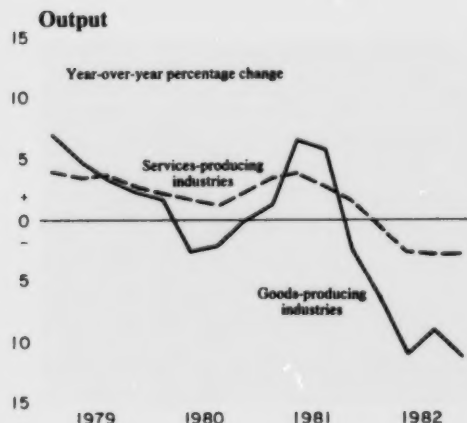


The severe recession in Canada, a decline in economic activity of about 7 per cent from the peak in mid-1981, has been in part a direct consequence of depressed economic conditions elsewhere. There was a substantial drop in the demand for many Canadian exports, in particular metals, forest products, and manufactured goods other than autos. At the same time, however, the

volume of spending within Canada has been still weaker than in export markets. The discretionary outlays of consumers on such items as automobiles and household furnishings have been particularly low, as has spending on new housing. Housing starts declined steeply until the latter part of 1982. More recently they have been rising again in response to an easing of mortgage costs reflecting both lower interest rates and reductions in house prices, as well as government programs.

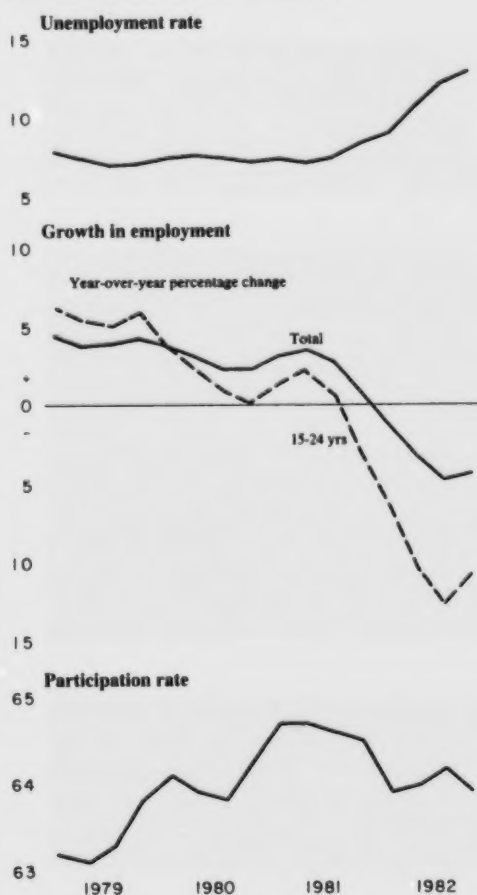
The reaction of business has broadly paralleled that of consumers. In the face of weak markets, declining profits and deteriorating balance sheets producers and distributors have become more cautious. As a consequence business inventories have fallen steadily for over a year. Spending on plant and equipment also declined sharply over virtually the whole period. Besides the impact of general economic conditions a special element was the suspension of a number of large-scale investment projects whose viability depended on a continuation of high and rising energy prices.

The slowing in demand after mid-1981 was soon reflected in output. As is usual goods-producing industries were most sharply affected but activity in the service sector also weakened as time went on. The fall in employment in the six quarters to the end of 1982 amounted to 5 per cent and, be-



cause of the particular weakness of goods-producing industries, adult male workers were affected much more than females. Youth employment was affected more than either of the other two categories. As is typical in most economic downturns the initial reaction of employers was to cut back

Selected Labour Market Indicators



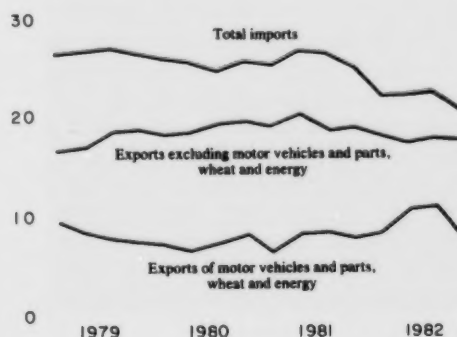
new hirings. As is also to be anticipated in a recession, the participation rate, the proportion of the working age population working or seeking work, has fallen since the downturn began. Nevertheless the unemployment rate has risen sharply, from 7 per cent in August 1981 to over 12 per cent

more recently. All regions have been affected. In broad terms the difficulties of the central provinces have been more closely linked to the weakness in manufacturing, whereas the East and West are suffering more from declines in the external demand for resource-based goods that have shown up in both reduced volumes and lower prices.

An element of considerable resilience in Canada's economic performance has been its external trade. The surplus on merchandise trade reached a new record level and the current account moved in 1982 from a deficit to a sizeable surplus approaching

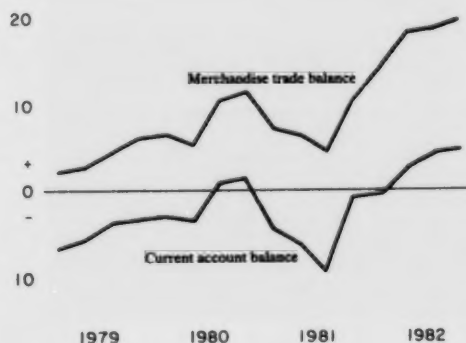
Volume of Trade Flows

Seasonally adjusted at annual rates - Billions of constant (1971) dollars



Current Account of the Balance of Payments

Seasonally adjusted at annual rates - Billions of dollars

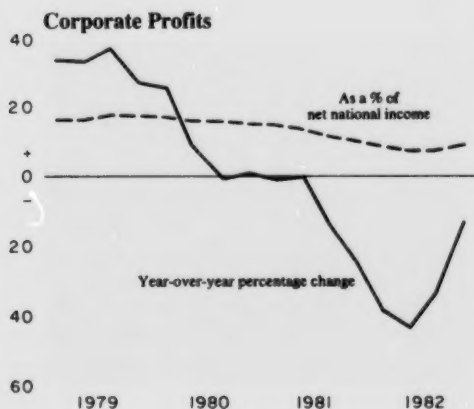


one per cent of GNE. However, it is evident upon examination that much of the shift reflected the weakness in demand and activity. Imports fell sharply under the impetus of the slide in domestic demand. As already noted markets were poor for a wide range of Canadian export products. However, for total merchandise exports, which held up quite well, the declines in these areas were largely offset by increases in exports of automobile products, energy and wheat.

Cost and Price Inflation

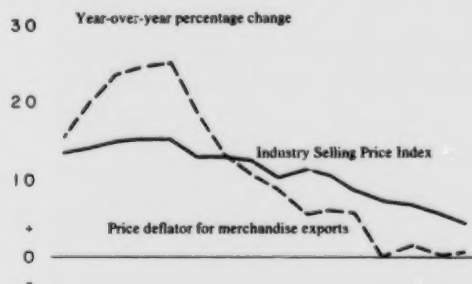
The inflationary momentum that had built up in Canada persisted strongly well into 1981. The rise in total wage costs per worker accelerated by about 2 percentage points to around 11 per cent by mid-1981. Furthermore, energy prices, responding to the earlier increases in OPEC prices, rose 30 per cent in the four quarters ended in mid-1981. The rate of increase of consumer prices rose from around 10 per cent in late 1979 to over 12½ per cent by mid-1981.

As the recession both deepened and lengthened domestic inflationary pressures began to moderate. Initially, the moderation showed mainly in prices, with an attendant strong downward impact on business profits, but more recently it has been apparent in domestic costs as well. The level of commodity prices, which had weakened earlier in response to world market



Indicators of Prices and Costs

Industry selling prices and price deflator for merchandise exports



Consumer Price Index



Wage measures



conditions, continued to decline into the fall of 1982 while the rise in industry selling prices also continued to slow steadily. A similar pattern of deceleration has become increasingly apparent in recent quarters in consumer prices. Elements in the CPI that are more directly responsive to market forces have in fact been decelerating steadily since the first quarter of the recession, and this moderation has recently been

showing up in other areas of the CPI; in particular, the rise in energy prices has slowed considerably from the very rapid pace that characterized 1981 and the first part of 1982. Finally, as the year progressed there was also increased evidence of a marked slackening in the advance of domestic production costs. The rise in average earnings decelerated sharply through the year, and increases under newly negotiated wage settlements without cost-of-living adjustment (COLA) clauses fell to single-digit levels – well below those typical one year earlier. In the second half of 1982 there began to emerge indications of an improved productivity (output per worker) performance. Together with the moderation in money wages this improvement meant that the rise towards the end of 1982 in labour costs of production was less than it had been for many years.

* * *

There are strong crosscurrents at work in the Canadian economy at the pres-

ent time. The momentum of domestic and external cyclical forces in train for a year and a half has brought about very low levels of economic activity and employment. The impact of these forces is still strongly felt across the Canadian economy, but there are also increasing indications of strengthening trends on the other side. In the United States the balance has tilted towards recovery, a development that is beginning to show up in some Canadian exports such as lumber. Within Canada signs of the adjustment necessary to lay the foundations for an improvement in economic activity are clearest in the shrinkage of business inventories to much lower, and trimmer, levels and the improved financial positions of households. Furthermore, Canadian inflation has moved down appreciably over the past several quarters, generating a much improved climate for the functioning of the economy over that which existed a year and a half ago at the peak of the last inflationary surge.

Interest Rates in 1982

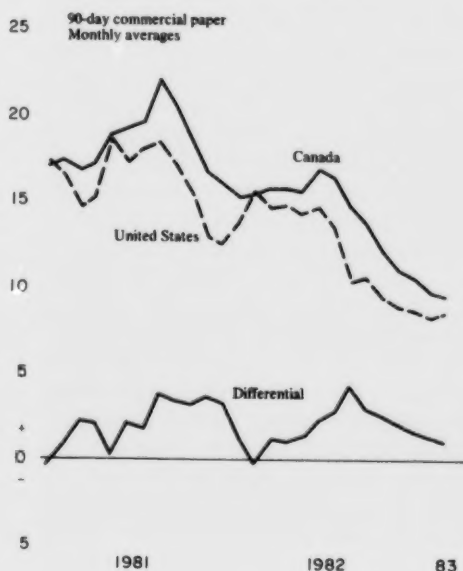
After having fallen sharply from their peaks in the summer of 1981 to very early in 1982, short-term interest rates in Canada increased on balance during the first half of 1982 but then declined sharply once again to the end of the year. At the beginning of 1983 these interest rates were around 10 per cent, less than half of what they had been at their peaks.

In Canada, as in the United States, the main reason for the fall in interest rates after mid-1981 was the change in the economic situation. The rate of growth of total spending in Canada declined sharply, first reflecting mainly a decline in economic activity and later also reflecting a considerable lessening of the rate of inflation of costs and prices. There was a related weakening in the demand for money and credit. The growth in demand for credit by the private sector of the Canadian economy fell much more sharply than the growth of total spending, partly because of the ebbing of the wave of business takeovers that had marked 1981.

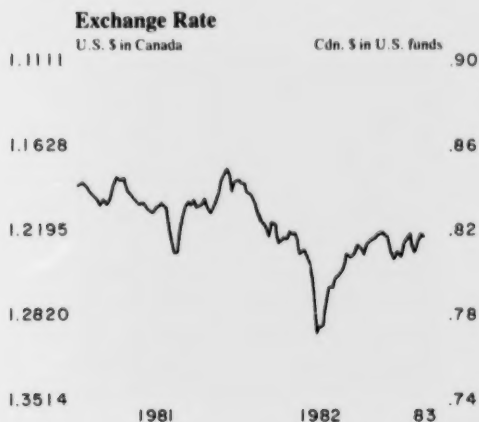
The temporary reversal of the downward movement of interest rates in Canada during the first half of 1982 followed a considerable increase in short-term interest

rates in the United States early in the year. In view of the evidence that total spending in Canada was continuing to slow, the Bank of Canada initially resisted the upward pressure on Canadian short-term rates coming

Canada-U.S. Short-Term Interest Rates



from the United States in the expectation that the pressure would be short-lived, and the difference in the levels of such rates between the two countries temporarily disappeared. However U.S. interest rates did not decline much for some months, the rate of inflation in Canada was well above that in the United States and there was much less evidence of progress in reducing inflation in Canada than in the United States.



These circumstances, reinforced by uneasiness in some quarters about the degree of commitment of governments in Canada to anti-inflationary policies and by the cancellation of a number of large energy projects in Canada, led to an increasing erosion of confidence in the foreign exchange value of the Canadian dollar which finally pushed the value of our dollar to a record low of 76.8 U.S. cents at the close of the exchange market on June 22.

In order to prevent the increasing weakness of the Canadian dollar in the foreign exchange market from turning into a speculative rout, the Bank of Canada let the pressures for higher interest rates being generated by exchange market developments feed back on to the domestic money market. Increases in short-term market interest rates approaching 2 percentage points occurred before confidence in the Canadian dollar was restored in the exchange market.

Prime lending rates at the chartered banks increased by 1¼ percentage points to 18¼ per cent during this period.

The rapid fall in U.S. short-term interest rates after mid-year helped to widen the difference between Canadian and U.S. rates and to restore confidence in the Canadian dollar. The anti-inflationary initiative taken by the Government in the June Budget worked in the same direction. The consequent recovery of the Canadian dollar gave rise to a strong downward movement in domestic short-term interest rates. The Bank of Canada moderated the speed of the decline because it believed that the trend to lower short-term interest rates would last longer and go farther if it did not give rise to renewed weakness of the Canadian dollar in foreign exchange markets or to concerns that the decline could not be justified in terms of improved inflation performance.

The decline in short-term rates in Canada over the second half of 1982 was somewhat smoother than in the United States, and the total decline over the second half of 1982 was somewhat larger. The differential with U.S. short-term rates narrowed from over 4 percentage points to about 1½ percentage points. Once again this differential became less than the difference between the inflation rates of the two

Canada-U.S. Long-Term Interest Rates



countries, but Canada's balance of payments situation had strengthened and the rate of inflation of costs and prices had been declining quite rapidly. From late August 1982 to early 1983 the exchange rate remained relatively stable in a range around 81 U.S. cents.

Over 1982 as a whole short-term market interest rates in Canada declined by about 5 percentage points to around 10 per cent. The prime lending rate at banks fell from 17¼ per cent near the end of 1981 to a range of 11½ – 11¼ per cent early in 1983.

Over the same period mortgage rates fell from around 17½ per cent for a one-year term to 12 per cent or less.

In the case of long-term market interest rates the decline in 1982 was around 3½ percentage points; these rates, like short-term interest rates, had risen somewhat in the first half of the year and all of the decline took place in the second half. Again as with short-term rates, the differential between long-term market rates in Canada and the United States widened until July but narrowed thereafter.

International Financial Problems

1982 was a year of dramatic developments on the international financial scene. External debt problems which had been building up over a number of years became immediate issues attracting worldwide attention and concern. This section reviews the background to these events and the efforts underway to deal with them.

The surge of indebtedness in the 1970s reflects two main factors: the immediate impact of the two oil price shocks of 1973 and 1979 and a climate of inflation and expectations of inflation. The direct aftermath of the oil shocks was sharp increases in the borrowing of many oil-importing countries. Furthermore, these shocks encouraged some nations with newly discovered oil resources to undertake ambitious development and spending plans that depended for their viability on a sustained rise in the price of oil. But underlying the surge of indebtedness was the broad inflationary experience, reinforced by interest rates that for an extended period were low in comparison with the rate of inflation.

In these circumstances borrowers had strong incentives to increase their use of international credit. At the same time many commercial banks, particularly those able to tap international capital markets, began to expand rapidly their international lending activities. With encouragement from the need to recycle the financial surpluses of OPEC countries, banks competed actively for the profitable business of supplying funds to debtor countries. One consequence was that the margins between

the interest rates charged to borrowers by banks and the rates banks paid to depositors to attract sufficient funds stayed ex-

Non-OPEC Developing Countries: Outstanding External Debt

Billions of U.S. dollars, end of year



Source: Organization for Economic Cooperation and Development

tremely narrow. These margins made little allowance for risk, in part reflecting the fact that the loans were often made to governments or guaranteed by them. With an increasing proportion of the credits being extended on floating-rate terms, debtors became increasingly exposed to shifts in credit conditions.

So long as world inflation continued at a rapid pace most countries had little

difficulty both servicing and increasing their international indebtedness. However, following the further surge in inflation towards the end of the 1970s and the adoption by the industrial countries of policies of greater financial restraint the world environment changed. By 1982 debt loads had become very burdensome. Interest rates were above the general rate of inflation and for many commodities that are sold on international markets, including oil, both export prices and volumes had declined. Banks became increasingly concerned about their exposure levels in a number of developing countries whose debts had been rising particularly sharply. When, during the summer, lenders began to curtail the flow of new funds and became reluctant to roll over maturing short-term debt the effect was to expose in short order a series of country debt problems. These problems are not limited to any single geographical area, but they have been particularly pronounced in Latin America.

The international financial system has responded to these problems. The management of each new situation has generally included steps to ensure a program of economic adjustment so as to limit further increases in debt, a stretching out of payments for those private and public debts now falling due, and the provision of additional financing of a temporary or medium-term character to support the transition program. The typical response has involved multilateral arrangements although these have been supplemented in some instances with bilateral agreements.

The International Monetary Fund has played a central role. Net disbursements and commitments to developing countries had increased significantly in the preceding two years and they expanded further during 1982. But the importance of IMF operations goes beyond the amounts of IMF resources supplied. Much of the funding provided by the Fund is conditional on a country adopting and implementing an adjustment program, and in many instances agreement on

a program with the IMF has been the key to additional resources from private and official lenders.

The timetable for increasing the Fund's resources has been speeded up. An increase of almost 50 per cent in the overall quotas of member countries has recently been negotiated and is awaiting individual country ratification. In addition, Canada and other leading industrial countries have negotiated a major restructuring of the General Arrangements to Borrow (GAB), tripling its size to approximately U.S.\$19 billion and making GAB funds potentially available to all IMF members in the event of a financial need too large to be handled using the Fund's normal resources.

A number of official credits have been organized through the Bank for International Settlements. These could be marshalled more promptly than the financing available from the Fund and have had the character of short-term bridging finance to allow the borrowers to meet their financial obligations until a satisfactory package of medium-term financing could be put in place. These bridging loans have been provided mainly by the BIS but are backed by the participating central banks. The total value of the central bank bridging facilities arranged to date through or in parallel with the BIS has amounted to U.S.\$4.3 billion. During 1982 the Bank of Canada, acting for Canada, participated in BIS credits to Mexico and Brazil. Its participation for these two countries combined amounted to U.S.\$230 million.

The commercial banks have been actively engaged in international refinancing operations. These activities have included arrangements, in concert with the international financial agencies, for the rescheduling of maturing debt and arrears and for providing a steady flow, even if reduced, of new borrowing to the countries concerned. The larger Canadian banks, which traditionally have been active in international lending, have been important participants in this exercise.

The Experience in Using Monetary Aggregates

The announcement by the Bank of Canada last November that it no longer has a specific target for the growth of the monetary aggregate M1 was interpreted in some quarters as indicating a fundamental change in the Bank's approach to monetary policy and in the current thrust of that policy. Neither is true. The decision was a purely practical one arising from the impact on M1 of recent major changes in the forms in which money balances are being held in Canada. This section provides a description of the Bank's experience with monetary aggregates as indicators of the rate of monetary expansion in the economy and as means for expressing targets for monetary policy.

The Bank has long had an interest in making use of movements over time in the various definitions of the quantity of money held by Canadians as a source of guidance for monetary policy. Research work at the Bank on the practical usefulness of these alternative definitions of money holdings by the public increased at the time of the outbreak of inflation in 1973-74. Aided by an expanding body of economic analysis relating to the role of money in the economy, this research revealed a relationship between movements in a narrow measure of money and the behaviour of the economy that could be used to improve monetary policy.

A second aspect of the policy re-

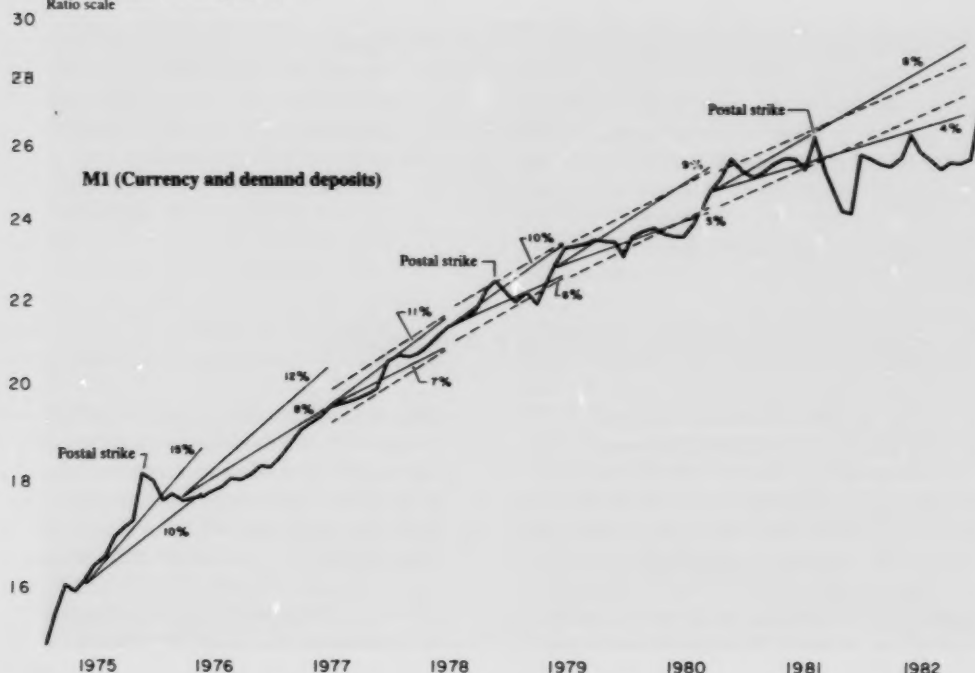
assessment at that time had to do with the results of earlier efforts to eliminate short-run cycles in economic activity through policy actions. Economic forecasts had not been sufficiently accurate or reliable to provide the basis for economic fine-tuning. Because of a tendency to err on the side of stimulus, there had been an inflationary bias in economic policies during the late 1960s and early 1970s. The conclusion was that monetary policy would be better if it used a longer term horizon.

These changes in policy approach led the Bank of Canada in late 1975 to announce a specific target range for the growth of M1, that is, the total of currency and chartered bank demand deposits held by the public. The Bank said that it intended to lower that range gradually over time. Thereafter the targets were lowered on a more or less annual basis. The Bank hoped that this quantitative information about the orientation of monetary policy would influence economic decisions throughout the economy in a way that would minimize the disruption involved in reducing the rate of inflation. The target ranges also established a standard for gauging the performance of the Bank in carrying out monetary policy.

This emphasis on the achievement of targets for M1 did not require any change in the process used by the Bank to implement monetary policy on a day-to-day basis. That process involves the provision by the

Target Growth Ranges for M1

Billions of dollars, seasonally adjusted
Ratio scale



Bank of the cash reserves underlying the financial system, and adjustments to the supply of these reserves have an influence on short-term market interest rates. The daily operating decisions of the Bank have thus been seen as involving the question of what influence to exert on the path of such interest rates. Because of the sensitivity of M1 to short-term interest rates, its trend relative to the target became a source of guidance for the Bank in making these decisions.

From the outset the Bank was careful to check the signals for monetary policy coming from this indicator of monetary expansion with those coming from the analysis of other economic and financial information. There were many reasons for this. One was that the usefulness of M1 as a target depended upon the stability of its relationship to the trend of spending and interest rates in the economy, and it was not

hard to imagine developments which could upset that stability. Changes in banking arrangements did in fact cause some slippage in the relationship during 1976-77 and again in 1980, and it became necessary to take these into account in setting subsequent M1 target ranges.

Another reason for checking M1 movements against other information was that M1 was not a good guide to the appropriate initial response of monetary policy to the inflationary shocks that the Canadian economy encountered from time to time. These typically resulted from downward pressures on the foreign exchange rate for the Canadian dollar. A sharp depreciation of the exchange rate would in due course generate a signal from M1 for higher interest rates, but only after the inflationary effects of the exchange rate change had worked through the economy. A more rapid response of interest rates was more consis-

tent with a monetary policy aimed at reducing inflation.

The Bank thus never regarded its M1 target system as some sort of automatic pilot for monetary policy. In the short run it was something to be taken into account along with other considerations. Over the longer term the target system served as a constant reminder of the need for a deceleration in the rate of monetary expansion over time if inflation was going to be brought down and as a check against cumulative error.

Over the past two years the relationship between M1 and economic developments has become so distorted that M1 can no longer be taken at its face value; it requires so much interpretation that it is, for the time being at any rate, no longer suitable for use as a monetary target. The combination of inflation, high interest rates, computer-based technology and competition among financial institutions has resulted in innovations in financial services that have permitted Canadians both to reduce appreciably the average size of balances they hold for making payments and to hold more of those balances in interest-earning forms not included in M1. Some examples will illustrate what has happened. Banks are now offering to an increasing number of business corporations the facilities for consolidating daily all the current account balances that a business may have throughout a city or across the country thereby enabling it to work with a lower average balance. In some cases, any surplus in the consolidated balance at the end of the day is automatically transferred on an overnight basis to an interest-earning account or to pay down the corporation's operating loan with the bank. Some businesses thus no longer hold any balance that would be recorded in M1. Under other arrangements the funds remain as a current account balance, and thus in M1, but earn a negotiated rate of return either in interest or in an offset against bank service charges.

Comparable changes have taken place in the facilities available to individu-

als. The introduction by banks in late 1979 of savings accounts that pay interest calculated on daily balances rather than on the minimum monthly balance has provided an increased incentive for individuals to transfer to these accounts any surpluses which arise, however briefly, in their non-interest-earning personal chequing accounts. As a result the average balances kept in the personal chequing account component of M1 have been reduced. Another important development has been the introduction of new accounts which offer both chequing privileges and a market rate of interest when the balance in the account is above some specified level. These accounts encourage individuals to give up separate chequing and savings deposits, and the termination of the chequing accounts reduces M1.

As a result of these innovations, a substantial reduction has taken place in the growth of M1 relative to that which one would have expected, given movements in total expenditures in the economy and interest rates. In principle the Bank could have adjusted its M1 target system to this development in either of two ways: by revising downward the target range or by broadening the definition of M1 in order to incorporate the changed forms in which transactions balances are now being held.

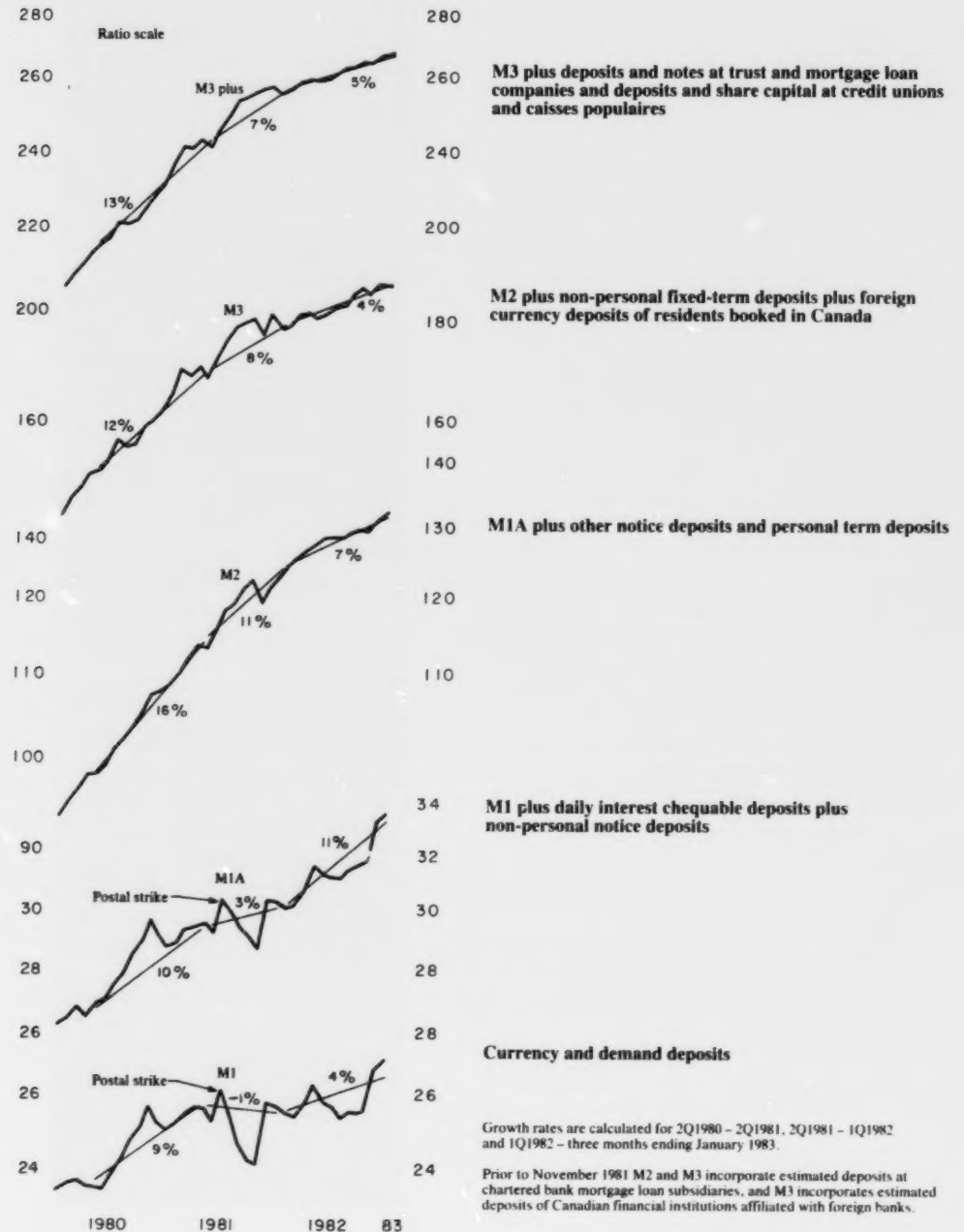
Work on an adjustment of the target levels was impeded by the statistical reporting problems mentioned in last year's Report but a more serious problem is that both the process of financial innovation and the response of bank customers have been rapid and continuing. Since neither can be reliably predicted, appropriate ranges for the future growth of M1 cannot be chosen with any confidence.

The Bank is continuing to explore the possibility of making use of a definition of transactions balances somewhat broader than M1. One aggregate that is being examined includes in addition to M1 those interest-bearing personal and business deposits to which most of the balances previously included in M1 appear to have shifted.

A version of such an aggregate, tentatively

Selected Monetary Aggregates

Billions of dollars, seasonally adjusted



labelled M1A, is plotted along with other monetary aggregates on the opposite chart. With its broader coverage M1A has some advantages over M1 as an indicator of the trend of monetary expansion. Nevertheless, M1A has some deficiencies. One is that it does not, and no monetary aggregate can, take account of the effect of a reduction, rather than a shift, in the money balances held for transactions purposes consequent upon financial innovation. Another is that it has not been possible to find a way of including within it all transactions balances that have shifted out of M1 to other financial instruments. Yet another is that in order to take account of the significant quantity of transactions balances that have been moved from M1 to dual-purpose accounts, it has been necessary to include as well the appreciable savings balances held in these accounts.

Because of these shortcomings there is a considerable amount of variability in M1A which cannot be explained in terms of movements in total spending and interest rates. With financial innovations continuing to affect holdings of transactions balances, movements in M1A will likely continue to require a good deal of interpretation, and thus it would be premature to use it for target purposes at present. Such use of an aggregate like M1A depends on a return to more stability in the deposit arrangements used by holders of transactions balances.

The lack of a monetary aggregate that has a sufficiently stable relationship to the behaviour of the economy to be useful for setting targets does not mean that the Bank is without any indications about the rate of monetary expansion in the econ-

omy. Information about the underlying trend of monetary expansion can be drawn from the currently available monetary aggregates, despite their deficiencies, by interpreting their movements in the light of their particular characteristics, any relevant institutional changes and the broad economic and financial influences acting on them.

In the case of the broader aggregates the most prominent feature of their recent performance has been the pronounced deceleration from very high rates of expansion. During part of 1980 and 1981 their growth was inflated by the boom in the housing market and the large number of corporate takeovers because so much of this unusual activity was financed through the banks. The slowing that has taken place partly reflects the fall-off in that activity, but more fundamentally it reflects the slower advance in total spending in the economy. The broader aggregates are not sensitive in the short run to interest rates.

The paths traced by the narrower aggregates, M1 and M1A, reflect the movements of short-term interest rates as well as the slower rise of spending in the economy. In the second half of 1981 and into early 1982 the narrow aggregates understate the rate of monetary growth because of the innovations described earlier affecting transactions balances, with M1A being affected to a lesser extent than M1. More recently the large interest rate declines have lowered the costs of holding non-interest-earning transactions deposits. This has resulted in a substantial rebuilding of those deposits even though the shifts associated with the financial innovations have continued.



Debt Management and Foreign Exchange Operations

Debt Management

In 1982 the Bank of Canada, in its capacity as fiscal agent for the Government of Canada, was involved in borrowing activities which increased the Government's domestic debt outstanding by almost \$18 billion. This amount was marginally less than the Government's net Canadian dollar financing requirements for the year.

The Government's cash balances were high at the beginning of the year as a consequence of the very large sales of Canada Savings Bonds in the fall of 1981, and there were substantial inflows in the first half of the year from sales of U.S. dollars in the foreign exchange market, especially towards the end of that period. Consequently the borrowing program was concentrated in the second half. During that period the Government's financing requirements rose rapidly. Most of this rise reflected the impact of fiscal operations, but it was boosted by the use of Canadian dollars to purchase foreign exchange reserves as the Canadian dollar strengthened.

A feature of the marketable bond operations in 1982 was the shorter average term to maturity than in 1981 of instruments offered to the public. The use of mid-term bonds that include an option to the investor to extend the initial terms of the instrument was less frequent than in the preceding year. This "extendible" feature was used

only in January and on three occasions during the summer – periods when conditions in financial markets were especially uncertain. Gross issues of "extendibles" amounted to \$2.3 billion in 1982 (25 per cent of total gross issues) compared to their use on eight occasions in 1981 amounting to \$4 billion (or 44 per cent of gross issues). The bond program placed less reliance on very long-term issues and more on issues in the 10-year term to maturity area. Gross issues of 10-year bonds amounted to \$2.2 billion (about 25 per cent of total gross issues). Until the spring of 1982 10-year bonds had not been offered since early 1980. Only \$650 million of bonds with a term to maturity of more than 10 years were issued during the year compared with \$1.6 billion in 1981.

For the 1982-83 Canada Savings Bond campaign the interest rate was established at 12 per cent for the first year beginning November 1, 1982 and at a minimum of 8½ per cent for each of the remaining six years to maturity. It was also announced that the 12 per cent rate would apply to all outstanding series for the year beginning in November. These terms were announced on October 7 – some four weeks later than the typical announcement date of recent campaigns. This change was achieved by administrative streamlining and by delaying the dates of the payroll sales campaign. Interest rates fell somewhat between the October 7 announcement date and the beginning of cash sales on October 25, thereby increasing the attractiveness of the savings bonds. Gross sales were almost \$11½ billion – second only to the record volume of one year earlier. The bonds were withdrawn from sale on November 8.

A summary of the changes in the distribution of outstanding debt of the Government of Canada in the following table shows that holdings by the general public accounted for virtually all the net increase – of which

Summary of the Changes in Canadian Dollar Financing for the Government of Canada

Billions of dollars (par value)

	1982	
	Jan.-June	July-Dec.
Treasury bills	-0.6	+ 5.6
Marketable bonds	+0.9	+ 3.7
Sub-total	+0.3	+ 9.3
Canada Savings Bonds	-1.0	+ 9.0
Total	-0.7	+ 18.3

almost half was accounted for by Canada Savings Bonds. The recorded reduction in the Bank of Canada's holdings of government securities, which tend to grow over time, reflected temporary fluctuations within the Bank of Canada's balance sheet.

At the end of 1982 Canada Savings Bonds represented 31.5 per cent of total domestic debt compared to 28.7 per cent one year earlier. Marketable bonds declined from 48.1 per cent to 44.4 per cent of the total in 1982 and treasury bills represented 24 per cent of the debt outstanding, slightly higher than at the end of the previous year. The average term to maturity of the general public's holdings of marketable debt fell to 6.6 years in December 1982 from 8.0 years

Summary of Changes in Government of Canada Securities Outstanding During 1982

Billions of dollars (par value)

Treasury bills	+ 5.0
Marketable bonds	+ 4.6
Canada Savings Bonds	+ 8.0
Total	+ 17.6
Held by:	
Bank of Canada	
Treasury bills	- 3.0
Marketable bonds	+ 1.3
Total	- 1.7
Chartered Banks	
Treasury bills*	+ 1.6
Marketable bonds*	+ 0.1
Total	+ 1.7
Government Accounts	
Treasury bills	+ 0.1
Marketable bonds	+ 0.2
Total	+ 0.3
General Public	
Treasury bills*	+ 6.3
Marketable bonds*	+ 3.0
Canada Savings Bonds	+ 8.0
Total	+ 17.3

*Estimated

and 8.7 years at the end of 1981 and 1980 respectively.

The Bank of Canada assisted the Government in arranging three bond issues in foreign financial markets during the year. They raised the foreign currency equivalent of about 1.3 billion Canadian dollars. These borrowings were undertaken during the first half of the year. The first, in March, involved a private placement of 400 million Swiss franc (SFr.) 5-year notes, the proceeds of which were applied to the redemption of a maturing SFr. 700 million fixed-term note that had been arranged by the Government in 1979. The second borrowing, in April, in the German capital market, was a public offering of 200 million Deutsche mark (DM) 7-year notes. The proceeds of this operation were applied to a maturing DM 400 million fixed-rate loan that had been arranged in 1978. The third financing, in the Eurobond market in June, raised U.S.\$750 million in the form of 5-year notes. The details of these issues are shown in Appendix Table IV.

The existing agreement for a U.S. dollar standby credit between the Government of Canada and a group of U.S. and other foreign banks was increased in September from U.S.\$3 billion to U.S.\$4 billion. Until June 23, 1985 Canada retains the right to borrow up to U.S.\$1.5 billion at either the U.S. prime rate or at the London Interbank Offered Rate (LIBOR) plus $\frac{1}{4}$ of one percentage point, at its option. On advances in excess of U.S.\$1.5 billion, Canada would pay either the U.S. prime rate plus $\frac{1}{8}$ of one percentage point or LIBOR plus $\frac{3}{8}$ of one percentage point, at its option. In each year after June 23, 1985, the U.S.\$1.5 billion available at the lower rate will automatically be reduced in steps, reaching 75 per cent of that amount in the year before the maturity of the facility on June 23, 1988.

Foreign Exchange Operations

Official foreign exchange market operations of the Bank of Canada, as agent for the Exchange Fund Account of the Minister

Exchange Rate

Spot closing rates, daily

U.S. \$ in Canada
1.1628

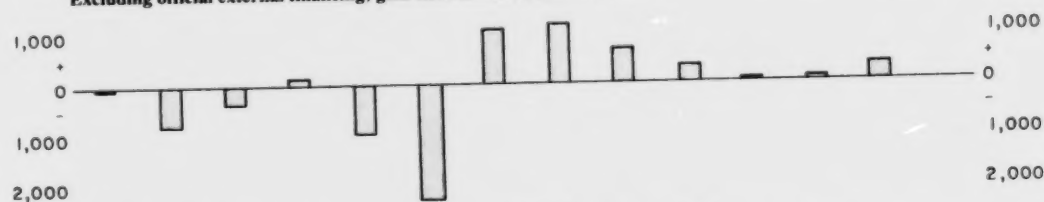
Cdn. \$ in U.S. funds
.8600



Changes in Official Reserves

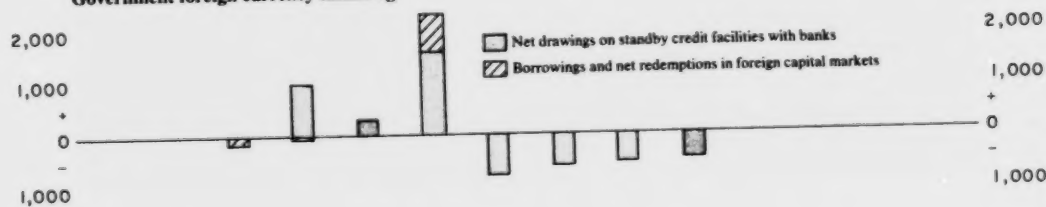
Millions of U.S. dollars, monthly

Excluding official external financing, gold sales and revaluation effects⁽¹⁾

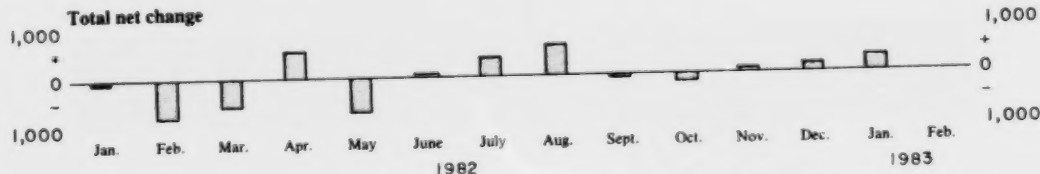


⁽¹⁾The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the exchange rate of the U.S. dollar declines in terms of SDRs, and decreases when the opposite occurs.

Government foreign currency financing



Total net change



Last date plotted: exchange rate February 25, 1983
official reserves January, 1983

of Finance, continued to be directed towards dampening excessive fluctuations in the exchange rate. There were periods of pressure on the rate in both directions during the year, involving both large purchases and sales of foreign exchange. Canada's official holdings of foreign exchange were supplemented as required by drawings on the Government of Canada's standby credit facilities with both Canadian and foreign banks. In June outstanding drawings reached U.S.\$2.4 billion but by year-end all

outstanding drawings had been repaid. Changes in the outstanding foreign debt of the Government also had an impact on the level of reserves. During the year there were some further small sales of gold and SDRs for U.S. dollars.

Canada's official international reserve holdings were the equivalent of U.S.\$4,371.1 million at the end of 1981, U.S.\$3,793.2 million at the end of 1982 and U.S.\$4,109.5 million at the end of January, 1983.

Appendix Tables

APPENDIX TABLE I

Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
					Chartered banks	Government of Canada	Other
1982							
January	- 904	+ 3	+ 210	- 1,075	+ 796	- 336	- 76
February	- 305	+ 65	- 68	- 80	- 233	- 19	+ 24
March	+ 1,004	- 62	- 362	+ 172	- 586	+ 1,018	- 24
April	- 941	+ 11	+ 124	+ 74	- 84	- 783	- 13
May	+ 246	- 6	- 482	+ 374	- 447	- 199	+ 30
June	+ 408	+ 7	- 10	+ 439	- 173	+ 151	- 12
July	- 1,030	+ 780	+ 915	+ 51	+ 784	- 186	+ 16
August	+ 143	+ 283	- 825	- 80	- 296	- 14	- 9
September	- 831	- 90	+ 251	- 79	- 571	- 9	- 11
October	+ 4	- 114	+ 433	+ 14	+ 206	+ 67	+ 36
November	+ 1,285	- 852	- 544	+ 222	- 246	- 41	- 46
December	- 622	+ 1,276	+ 914	+ 1,052	+ 411	+ 48	+ 57
	<u>- 1,543</u>	<u>+ 1,301</u>	<u>+ 556</u>	<u>+ 1,084</u>	<u>- 439</u>	<u>- 303</u>	<u>- 28</u>
1983							
January	+ 654	- 1,163	- 987	- 1,289	- 106	- 71	- 30

APPENDIX TABLE II

Chartered Bank Cash Reserves

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Total minimum cash requirements	Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of juridical days in period
1982						
January	1-15				6,035	10
	16-31	7,816	1,852	5,964	6,000	10
February	1-15				5,661	11
	16-28	7,667	2,084	5,583	5,603	9
March	1-15				5,289	11
	16-31	7,124	1,883	5,240	5,319	12
April	1-15				5,197	10
	16-30	6,949	1,829	5,119	5,168	11
May	1-15				4,654	10
	16-31	6,469	1,848	4,621	4,667	10
June	1-15				4,599	11
	16-30	6,425	1,914	4,511	4,603	11
July	1-15				4,799	10
	16-31	6,726	1,965	4,761	4,825	11
August	1-15				4,978	10
	16-31	6,866	1,932	4,933	4,997	12
September	1-15				4,435	10
	16-30	6,383	2,004	4,379	4,416	11
October	1-15				4,413	10
	16-31	6,358	1,985	4,373	4,493	10
November	1-15				4,429	10
	16-30	6,350	1,991	4,359	4,436	11
December	1-15				4,481	11
	16-31	6,430	1,985	4,445	4,513	10
1983						
January	1-15				4,795	9
	16-31	6,742	2,001	4,741	4,827	11
February	1-15	6,883	2,356	4,526	4,575	11

⁽¹⁾ Advances to banks and Purchase and Resale Agreements with money market dealers summed and divided by number of juridical days.

Excess cash reserves

Cumulative
excess reserves
at end of period

Average excess
reserve ratios

Advances to chartered banks and PRA outstanding

Number of days outstanding

Advances

PRA

Average outstanding⁽¹⁾

Advances

PRA

705	.045	—	5	—	83.5
358	.023	2	6	6.1	58.6
853	.050	1	9	1.3	122.2
177	.013	1	4	7.7	71.2
532	.032	2	11	21.8	243.3
940	.051	—	9	—	173.9
776	.051	1	4	0.3	45.1
530	.031	1	4	0.7	47.3
331	.023	2	10	12.9	169.0
464	.033	1	10	0.1	191.3
965	.061	2	9	0.2	146.4
1,010	.064	2	6	3.9	35.6
380	.025	3	5	29.4	50.8
713	.043	2	10	25.5	182.9
444	.029	4	9	4.9	201.3
761	.042	3	11	4.3	251.5
563	.038	—	7	—	144.1
412	.025	1	10	5.5	209.5
398	.026	2	10	22.7	217.0
1,197	.080	—	10	—	265.4
695	.046	1	9	23.5	204.6
847	.051	2	10	3.1	224.8
400	.024	2	9	8.1	190.1
676	.045	3	8	22.6	211.4
485	.036	3	9	45.6	267.0
939	.057	3	10	2.9	255.1
535	.033	1	4	7.7	89.7

APPENDIX TABLE III

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net purchases from (+) or net sales to (-) investment dealers and banks								
	Treasury bills	Bonds ⁽¹⁾				Bankers' acceptances ⁽²⁾	Total of bills, bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
		3 years and under	3-5 years	5-10 years	Over 10 years			
1982								
January	- 105.0	-	-	-	-	-	- 105.0	+ 0.0
February	+ 30.0	-	-	-	-	-	+ 30.0	+ 0.0
March	+ 270.0	-	-	-	-	-	+ 270.0	+ 196.5
April	- 229.0	-	-	-	-	-	- 229.0	- 196.5
May	+ 44.0	-	-	-	-	-	+ 44.0	+ 162.6
June	+ 367.0	-	-	-	-	-	+ 367.0	- 162.6
July	- 1,102.0	+ 29.3	+ 57.5	-	-	-	- 1,015.2	+ 32.6
August	+ 172.0	-	-	-	-	-	+ 172.0	+ 239.2
September	- 591.5	+ 13.4	- 13.4	-	-	-	- 591.5	- 19.1
October	- 356.5	+ 204.8	- 84.0	- 70.8	- 50.0	-	- 356.5	- 234.7
November	+ 454.5	-	-	-	-	-	+ 454.5	+ 285.8
December	- 706.0	+ 186.1	- 27.9	- 158.2	-	-	- 706.0	- 303.8
Total	- 1,752.5	+ 433.6	- 67.8	- 229.0	- 50.0	-	- 1,665.7	+ 0.0
1983								
January	+ 236.6	+ 21.6	- 3.5	- 18.1	-	-	+ 236.6	+ 288.0

⁽¹⁾ Classified by years to maturity at time of transactions.

⁽²⁾ Includes maturing bankers' acceptances.

Net transactions with Government and other client accounts

Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) government accounts and client accounts		Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
- 674.7	-	- 144.6	+ 1.8	- 924.3	+ 1.8	-	- 922.5
- 31.9	- 129.9	- 191.8	+ 2.7	- 193.7	- 127.2	-	- 320.9
+ 461.3	+ 325.0	- 232.5	+ 0.4	+ 671.3	+ 349.4	-	+ 1,020.7
+ 181.3	- 331.8	- 384.8	+ 0.5	- 605.0	- 355.3	-	- 960.3
+ 115.7	+ 150.0	- 233.1	- 10.6	+ 89.2	+ 139.4	-	+ 228.6
+ 445.7	+ 150.0	- 389.4	+ 9.1	+ 260.7	+ 159.1	-	+ 419.8
+ 236.3	+ 72.3	- 379.4	+ 0.9	- 1,212.5	+ 160.0	-	- 1,052.5
- 286.8	+ 200.0	- 195.4	- 0.1	- 81.0	+ 209.9	-	+ 128.9
- 168.8	+ 200.0	- 277.4	- 1.2	- 1,047.9	+ 189.9	-	- 858.0
+ 699.6	+ 122.9	- 242.6	+ 0.8	- 133.1	+ 122.6	-	- 10.5
+ 506.1	+ 400.0	- 352.9	+ 0.6	+ 893.5	+ 400.6	-	+ 1,294.1
+ 714.4	+ 71.9	- 369.6	- 50.4	- 665.0	+ 21.5	-	- 643.5
<u>+ 2,198.2</u>	<u>+ 1,230.4</u>	<u>- 3,393.5</u>	<u>- 45.5</u>	<u>- 2,947.8</u>	<u>+ 1,271.7</u>	<u>-</u>	<u>- 1,676.1</u>
+ 533.0	-	- 397.2	+ 0.9	+ 649.4	+ 11.9	-	+ 661.3

APPENDIX TABLE IV

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities*: New Issues and Retirements

Date in 1982	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
Feb.	1	9¼% Feb. 1, 1982			593 ⁽¹⁾
		9¼% Feb. 1, 1982			475 ⁽²⁾
		16% Aug. 1, 1984	2 yrs. 6 mos.	150	
		15½% Feb. 1, 1987	5 yrs.	650 ⁽³⁾	
				800	
Mar.	31	15% Aug. 1, 1984	2 yrs. 4 mos.	225	
		15% Mar. 15, 1987	4 yrs. 11½ mos.	400	
		15½% Mar. 15, 2002	19 yrs. 11½ mos.	200	
				825	
Apr.	1	7¾% Apr. 1, 1982			675 ⁽⁴⁾
					162 ⁽⁵⁾
May	1	15% Aug. 1, 1984	2 yrs. 3 mos.	100 ⁽⁶⁾	
		15% Mar. 15, 1987	4 yrs. 10½ mos.	400 ⁽⁷⁾	
		15½% Mar. 15, 2002	19 yrs. 10½ mos.	150 ⁽⁸⁾	
				650	
June	1	14¾% Dec. 15, 1984	2 yrs. 6½ mos.	100	
		14¾% June 1, 1987	5 yrs.	250	
		15% June 1, 1992	10 yrs.	200	
				550	
July	1	7½% July 1, 1982			1 ⁽⁹⁾
		8% July 1, 1982			900 ⁽¹⁰⁾
		15½% July 1, 1985	3 yrs.	350	
		15% July 1, 1987	5 yrs.	400 ⁽¹¹⁾	
				750	
Aug.	1	16% Aug. 1, 1984	2 yrs.	150 ⁽¹²⁾	
		15½% Feb. 1, 1987	4 yrs. 6 mos.	600 ⁽¹³⁾	
				750	
Sept.	1	14½% Sept. 1, 1985	3 yrs.	200	
		14¼% Sept. 1, 1987	5 yrs.	650 ⁽¹⁴⁾	
				850	
Oct.	15	8% Oct. 15, 1982			475 ⁽¹⁵⁾
		10¾% Oct. 15, 1982			200 ⁽¹⁶⁾
		12¼% Oct. 15, 1982			150 ⁽¹⁷⁾
		12¾% Oct. 1, 1985	2 yrs. 11½ mos.	150	
		13% Oct. 15, 1987	5 yrs.	450	

Date in 1982	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Oct. 15	13½% Oct. 15, 1992 13¾% Mar. 15, 2000	10 yrs. 17 yrs. 5 mos.	13.69 13.90	400 300 ⁽¹⁸⁾ <u>1,300</u>	
Nov. 1	12% Nov. 15, 1987 12¾% Nov. 15, 1992	5 yrs. ½ mo. 10 yrs. ½ mo.	12.00 12.75	200 500 <u>700</u>	
Nov. 22	10¾% Oct. 1, 1985 11¼% Dec. 15, 1992	2 yrs. 10½ mos. 10 yrs. 1 mo.	10.75 11.75	175 ⁽¹⁹⁾ 525 <u>700</u>	
Dec. 1					6 ⁽²⁰⁾
Dec. 15	11¼% Dec. 15, 1982				875 ⁽²¹⁾
	10¾% Oct. 1, 1985 11% Dec. 15, 1987 11¼% Dec. 15, 1992	2 yrs. 9½ mos. 5 yrs. 10 yrs.	10.82 11.33 12.01	350 ⁽²²⁾ 325 575 ⁽²³⁾ <u>1,250</u>	
	Total bonds			9,125	4,512
	Total treasury bills*			<u>63,000</u>	<u>57,975</u>
Issues payable in foreign currencies – direct					
Mar. 8	SFr. 400 million 7¼% notes due Mar. 8, 1987	5 yrs.		264 ⁽²⁴⁾	
Apr. 15					1 ⁽²⁵⁾
Apr. 29	DM 200 million 8½% notes due Apr. 30, 1989	7 yrs.		105 ⁽²⁶⁾	
June 16	U.S.\$750 million 14¾% notes due June 16, 1987	5 yrs.		962 ⁽²⁷⁾	
Oct. 15					1 ⁽²⁵⁾
	Total notes and bonds			<u>1,331</u>	<u>2</u>

(Continued)

(Continued)

- * Includes three-month, six-month and one-year treasury bills.
- ⁽¹⁾ Maturity of 9¼% bonds issued June 15, 1974.
- ⁽²⁾ Maturity of 9¼% bonds issued December 15, 1978, February 1, 1979, March 15, 1979, June 1, 1979 and July 15, 1979.
- ⁽³⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before October 31, 1986, into an equal par value of 15½% bonds due February 1, 1992 yielding about 15.50% from February 1, 1982 to maturity in 1992.
- ⁽⁴⁾ Maturity of 7¼% bonds issued February 1, 1977 and April 1, 1977.
- ⁽⁵⁾ Cancellation of \$29.3 million 9½% June 15, 1994 bonds, \$25.5 million 10% October 1, 1995 bonds, \$24.0 million 9¼% May 15, 1997 bonds, \$14.5 million 9% October 15, 1999 bonds, \$12.5 million 9¼% December 15, 2000 bonds, \$32.5 million 9½% October 1, 2001 bonds, \$6.0 million 8¾% February 1, 2002 bonds and \$18.0 million 9½% October 1, 2003 bonds, by Purchase Fund.
- ⁽⁶⁾ In addition to \$225 million 15% August 1, 1984 already outstanding.
- ⁽⁷⁾ In addition to \$400 million 15% March 15, 1987 already outstanding.
- ⁽⁸⁾ In addition to \$200 million 15½% March 15, 2002 already outstanding.
- ⁽⁹⁾ Maturity of 7½% bonds issued July 1, 1977.
- ⁽¹⁰⁾ Maturity of 8% bonds issued May 15, 1977, July 1, 1977 and September 1, 1977.
- ⁽¹¹⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before April 1, 1987, into an equal par value of 15% bonds due July 1, 1992 yielding about 15.25% from July 1, 1982 to maturity in 1992.
- ⁽¹²⁾ In addition to \$150 million 16% August 1, 1984 already outstanding.
- ⁽¹³⁾ In addition to \$650 million 15½% February 1, 1987 already outstanding. Exchangeable at the option of the holder, on or before October 31, 1986, into an equal par value of 15½% bonds due February 1, 1992 yielding about 15.55% from August 1, 1982 to maturity in 1992.
- ⁽¹⁴⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before June 1, 1987, into an equal par value of 14¼% bonds due September 1, 1992 yielding about 14.39% from September 1, 1982 to maturity in 1992.
- ⁽¹⁵⁾ Maturity of 8% bonds issued October 15, 1977 and December 15, 1977.
- ⁽¹⁶⁾ Maturity of 10¼% bonds issued October 1, 1979.
- ⁽¹⁷⁾ Maturity of 12¼% bonds issued October 1, 1980.
- ⁽¹⁸⁾ In addition to \$750 million 13¼% March 15, 2000 already outstanding.
- ⁽¹⁹⁾ In addition to \$325 million 10¼% October 1, 1985 already outstanding.
- ⁽²⁰⁾ Cancellation of guaranteed debt by Purchase Funds.
- ⁽²¹⁾ Maturity of 11¼% bonds issued December 15, 1979 and February 1, 1980.
- ⁽²²⁾ In addition to \$500 million 10¼% October 1, 1985 already outstanding.
- ⁽²³⁾ In addition to \$525 million 11¼% December 15, 1992 already outstanding.
- ⁽²⁴⁾ Proceeds of the issue applied towards redemption of a SFr. 700 million 2¼% loan issued March 8, 1979 and maturing March 8, 1982.
- ⁽²⁵⁾ Partial redemption at par of U.S. pay 5% October 15, 1987 bonds for Sinking Fund.
- ⁽²⁶⁾ Proceeds of the issue applied towards redemption of a DM 400 million 5% loan issued May 2, 1978 and maturing April 30, 1982.
- ⁽²⁷⁾ Issued in the Euro-U.S. market.

BANK OF CANADA Statement of Revenue and Expense

Year Ended December 31, 1982
(with comparative figures for 1981)

	1982	1981
	(thousands of dollars)	
REVENUE		
Revenue from investments and other sources after deducting interest of \$5,129 (\$6,399 in 1981) paid on deposits	<u>\$1,986,072</u>	<u>\$1,945,575</u>
EXPENSE		
Salaries ⁽¹⁾	\$ 42,857	\$ 35,837
Contributions to pension and insurance funds ⁽¹⁾	5,329	5,208
Other staff expenses ⁽²⁾	1,680	1,402
Directors' fees	98	83
Auditors' fees and expenses	297	259
Taxes – municipal and business	6,100	5,618
Bank note costs	25,372	21,318
Data processing and computer costs	4,669	4,315
Maintenance of premises and equipment – net ⁽³⁾	8,378	7,431
Printing of publications	591	542
Other printing and stationery	1,387	1,238
Postage and express	1,400	849
Telecommunications	1,348	1,144
Travel and staff transfers	1,405	1,464
Other expenses	970	668
	<u>101,881</u>	<u>87,376</u>
Depreciation on buildings and equipment	<u>5,717</u>	<u>5,020</u>
	<u>107,598</u>	<u>92,396</u>
NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	<u>\$1,878,474</u>	<u>\$1,853,179</u>

⁽¹⁾ Salaries, including overtime, and related contributions to pension and insurance funds for bank staff other than those engaged in building maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and overtime work) was 2,015 in 1982 compared with 1,960 in 1981 but there was a significant shift over the period in the mix of employees towards higher skilled categories.

⁽²⁾ Includes cafeteria expenses, retirement allowances, educational training costs and medical expenses.

⁽³⁾ Includes all building maintenance costs (including staff costs) but net of rental income.

(See accompanying notes to the financial statements)

BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1982
(with comparative figures for 1981)

ASSETS	1982 (thousands of dollars)	1981
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	\$ 259,438	\$ 165,605
Other currencies	4,427	6,562
	<u>263,865</u>	<u>172,167</u>
Advances to members of the Canadian Payments Association .	<u>143,000</u>	<u>38,000</u>
Investments — at amortized values:		
Treasury bills of Canada	2,426,499	5,245,872
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years	4,696,898	4,185,217
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years	8,247,778	7,483,569
Other investments	<u>1,240,867</u>	<u>2,633</u>
	<u>16,612,042</u>	<u>16,917,291</u>
Bank premises:		
Land, buildings and equipment, at cost less accumulated depreciation	82,210	78,993
Cheques drawn on other banks	<u>1,635,404</u>	<u>1,627,744</u>
Accrued interest on investments	<u>387,644</u>	<u>315,285</u>
Collections and payments in process of settlement		
Government of Canada (net)	283,778	—
Other assets	<u>14,964</u>	<u>4,457</u>
	<u>\$19,422,907</u>	<u>\$19,153,937</u>

LIABILITIES

	1982	1981
	(thousands of dollars)	
Capital paid up	\$ 5,000	\$ 5,000
Rest fund	25,000	25,000
Notes in circulation	12,718,781	11,635,604
Deposits:		
Government of Canada	81,016	384,194
Chartered banks	4,838,438	5,278,349
Other deposits	162,585	189,861
	5,082,039	5,852,404
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	80,608	51,700
Other	147	236
	80,755	51,936
Bank of Canada cheques outstanding	1,506,187	1,061,312
Collections and payments in process of settlement:		
Government of Canada (net)	—	516,579
Other	—	915
	—	517,494
Other liabilities	5,145	5,187
	<u>\$19,422,907</u>	<u>\$19,153,937</u>

Governor, **G. K. BOUEY**Chief Accountant, **A. C. LAMB**

Auditors' Report We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1982 and the statement of revenue and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1982 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ & ASSOCIÉS**CLARKSON GORDON**

Ottawa, Canada, January 12, 1983

(See accompanying notes to the financial statements)

BANK OF CANADA Notes to the Financial Statements December 31, 1982

1. Significant Accounting Policies

The financial statements have been prepared within the framework of the accounting policies summarized below.

a. Form of Presentation

The form of the statement of assets and liabilities meets the requirements of the Bank of Canada Act.

b. Revenues and Expenses

Revenues and expenses have been accounted for on the accrual basis.

c. Investments

In accordance with the requirements of the Bank of Canada Act, these assets have been recorded at their cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition have been included in income.

d. Translation of Foreign Currencies

Assets and liabilities in foreign currencies have been translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end.

e. Depreciation

Depreciation has been recorded at the following annual rates applied on the declining balance method:

Buildings	5%
Equipment	20%

2. Contingent Liability

During 1982, the Bank agreed with the Bank for International Settlements to participate in an international initiative to provide short-term credit facilities to the Banco de Mexico and the Banco Central do Brasil. The Bank's potential liability under these agreements is limited to U.S.\$230,000,000 (Cdn \$282,624,000 at December 31, 1982 exchange rate) and would only be incurred if repayments due under these credit facilities were not met.

Board of Directors

- G. K. BOUEY OTTAWA
Governor
Member of the Executive Committee
- R. W. LAWSON OTTAWA
Senior Deputy Governor
Member of the Executive Committee
- J. CLARRY TORONTO, ONT.
- E. H. FINN OTTAWA, ONT.
- J. H. FRASER CHARLOTTETOWN, P.E.I.
- S. KANEE WINNIPEG, MAN.
Member of the Executive Committee
- A. A. LEBOUTHILLIER CARAQUET, N.B.
- J. R. LONGSTAFFE VANCOUVER, B.C.
- J. S. PALMER CALGARY, ALTA.
- M^{ME} Y. LEFEBVRE-RICHARD MONTREAL, QUE.
Member of the Executive Committee
- J. A. STACK SASKATOON, SASK.
Member of the Executive Committee
- M. WOODWARD GOOSE BAY, NFLD.
- Ex-officio**
- M. A. COHEN OTTAWA
Deputy Minister of Finance
Member of the Executive Committee

Principal Officers

G. K. BOUEY, *Governor*
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*
*A. JUBINVILLE, *Deputy Governor*
J. W. CROW, *Deputy Governor*
J. BUSSIERES, *Adviser*
G. G. THIESSEN, *Adviser*
**J. S. ROBERTS, *Associate Adviser*
J. CLÉMENT, *Associate Adviser*
D. J. R. HUMPHREYS, *Deputy Governor*
J. N. R. WILSON, *Adviser*
W. A. MCKAY, *Adviser*
S. VACHON, *Adviser*
W. CHEVELDAYOFF, *Associate Adviser*
T. E. NOEL, *Secretary*

*On leave of absence with the Bank of Zaire under an IMF Technical Assistance Program

**On leave of absence as Interim General Manager of the Canadian Payments Association

Securities Department

F. FAURE, *Chief*
V. O'REGAN, *Deputy Chief*
S. L. HARRIS, *Securities Adviser*
I. D. CLUNIE, *Securities Adviser*
N. CLOSE, *Securities Adviser*

Research Department

W. R. WHITE, *Chief*
J.-P. AUBRY, *Deputy Chief*

Department of Monetary and Financial Analysis

C. FREEDMAN, *Chief*
P. R. MASSON, *Deputy Chief*

International Department

W. E. ALEXANDER, *Chief*
R. F. S. JARRETT, *Chief, Foreign Exchange Operations*
K. J. CLINTON, *Research Adviser*

Department of Banking Operations

D. G. M. BENNETT, *Chief*
C. A. ST. LOUIS, *Deputy Chief*
G. B. MAY, *Banking Operations Adviser*
W. R. MELBOURN, *Deputy Chief*
E. W. CHINN, *Banking Operations Adviser*

Public Debt Department

J. M. ANDREWS, *Chief*

Secretary's Department

T. E. NOEL, *Secretary*
R. L. FLETT, *Associate Secretary*
J. M. MCCORMACK, *Coordinator, Systems Planning*
H. A. D. SCOTT, *Special Adviser*

Computer Services Department

G. M. PIKE, *Chief*
D. W. MACDONALD, *Deputy Chief*

Personnel Department

J. E. H. CONDER, *Chief*

Department of Premises Management

R. H. OSBORNE, *Chief*
K. W. KAINE, *Deputy Chief*

Comptroller's Department

A. C. LAMB, *Comptroller and Chief Accountant*
C. J. STEPHENSON, *Deputy Comptroller*

Audit Department

J. M. E. MORIN, *Auditor*
M. MUZYKA, *Deputy Auditor*

Regional Representatives and Agencies

Securities Department

TORONTO D. R. CAMERON, *Chief, Toronto Division*
MONTREAL J. CLÉMENT, *Chief, Montreal Division*
VANCOUVER E. F. TIMM, *Representative*
EDMONTON A. G. KEITH, *Representative*

International Department

TORONTO D. R. STEPHENSON, *Foreign Exchange Adviser*
MONTREAL G. HOOJA, *Foreign Exchange Representative*

Department of Banking Operations

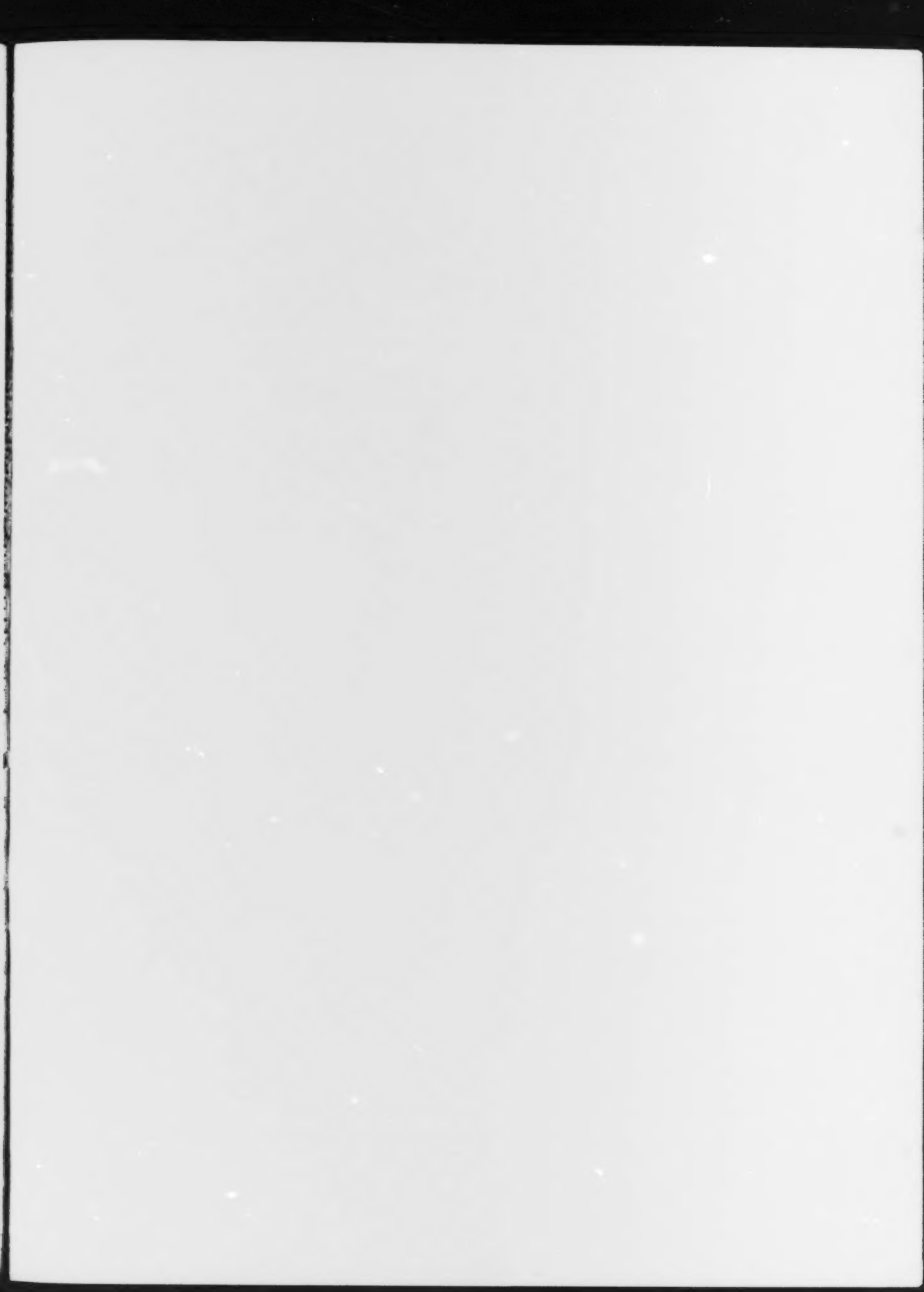
HALIFAX R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT JOHN, N.B. J. HUGHES, *Agent*
MONTREAL R. MARCOTTE, *Agent*
K. D. McDONALD, *Assistant Agent*
OTTAWA G. H. SMITH, *Agent*
TORONTO C. R. TOUSAW, *Agent*
K. T. MCGILL, *Deputy Agent*
C. P. DESAUTELS, *Assistant Agent*
WINNIPEG A. H. POTTER, *Agent*
REGINA G. L. PAGE, *Agent*
CALGARY R. E. A. ROBERTSON, *Agent*
VANCOUVER D. G. WARNER, *Agent*

Banque du Canada

**Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année**

1982

Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Ontario
K1A 0G9



Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 28 février 1983

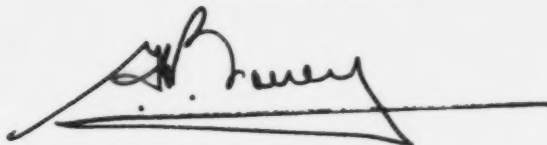
L'honorable Marc Lalonde, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions
de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai
l'honneur de vous remettre ci-joint mon
rapport pour l'année 1982 ainsi qu'un état
des comptes de la Banque pour l'exercice
clos le 31 décembre dernier, signé et
certifié de la façon prescrite par nos
statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le
Ministre, l'expression de mes sentiments
distingués.

Le Gouverneur,



BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR – 1982

Observations d'ordre général	5
L'évolution économique et financière	
L'activité économique et l'inflation	15
L'évolution des taux d'intérêt en 1982	21
Problèmes financiers internationaux	25
L'expérience de l'utilisation des agrégats monétaires	29
La gestion de la dette publique et les opérations de change	35
Tableaux en annexe	41
États financiers	51
Conseil d'administration	55
Cadres supérieurs	56
Représentants régionaux et Agences	57

Observations d'ordre général

Mes Rapports annuels sont pour moi des occasions de décrire les épisodes de la vie économique et financière du pays qui nous paraissent, à la Banque du Canada, les plus lourds de conséquences, d'attirer l'attention sur les principales forces qui, à notre avis, façonnent le cours des événements et d'expliquer comment nous avons réagi à la conjoncture en mettant en œuvre une politique monétaire donnée et pourquoi nous avons jugé que cette politique servait les intérêts de la nation. J'ai essayé, dans le présent Rapport, de faire le point sur ces questions, qui font maintenant l'objet d'un débat exceptionnellement animé.

Les Canadiens sont très conscients des aspects négatifs de la conjoncture économique actuelle. Ces aspects ont été très bien décrits par les media et par des commentateurs venant de milieux très différents. L'emploi et la production au Canada sont bien en deçà des sommets déjà atteints; le chômage a pris des proportions énormes; de nombreuses entreprises ont été acculées à la faillite, et les chances de survie de beaucoup d'autres sont compromises; les taux d'intérêt et le taux d'inflation sont encore élevés, même s'ils sont à la baisse. La conjoncture économique interna-

tionale n'a guère été plus favorable, car le monde traverse la plus grave récession de l'après-guerre. Ces questions sont traitées de façon plus détaillée dans les autres sections de ce Rapport. Il est tout à fait clair que la souffrance et la détresse que ressentent de nombreux Canadiens sont vives et persistantes. La déception et la frustration que suscite l'état actuel des choses sont d'autant plus fortes que nombre de Canadiens en étaient venus à compter sur une prospérité croissante. 1982 n'aura certainement pas été une année heureuse.

Le problème n'est pas que l'on ignore les tristes aspects de notre situation économique ni que l'on y soit indifférent. Si le simple fait de décrire la situation ou d'exprimer le désarroi qu'elle suscite pouvait arranger les choses, tout irait bien. Mais, bien sûr, il n'en est pas ainsi. Le problème consistant à trouver un remède demeure entier.

Tous ceux qui s'intéressent à la question doivent être frappés, et peut-être découragés, par la grande diversité et le caractère contradictoire des propositions formulées pour résoudre nos problèmes économiques. Il est vrai que bon nombre des propositions qui ont les apparences de programmes d'action ne sont en fait que des

énoncés d'objectifs et qu'elles ne disent rien de la façon dont ces objectifs pourraient être atteints. Mais même si l'on se limite aux mesures spécifiques proposées, on observe qu'elles ne manquent pas de diversité. Certains préconisent une plus grande expansion monétaire, tandis que d'autres nous mettent en garde contre une telle approche; certains souhaitent voir adopter des mesures budgétaires plus expansionnistes, tandis que d'autres s'y opposent; certains aimeraient plus de réglementations directes d'un genre ou d'un autre, tandis que d'autres voudraient que l'on s'en remette davantage aux mécanismes du marché; certains souhaitent voir accorder plus de pouvoirs à des groupes donnés, tandis que d'autres demandent qu'on leur en retranche; certains pensent que le Canada devrait emboîter le pas aux autres pays, tandis que d'autres croient que nous devrions faire cavalier seul. Et j'en passe.

Un point encourageant qui ressort du débat actuel est que la plupart des gens se rendent bien compte que les problèmes économiques auxquels le Canada fait face ne sont pas apparus soudainement et qu'ils ne peuvent être résolus du jour au lendemain. Dans le domaine de la politique économique, considérer les événements dans une perspective à assez long terme est le commencement de la sagesse. On peut rarement comprendre les difficultés économiques de l'heure si on ne les replace pas dans leur contexte historique.

Pour un grand nombre de pays, la période qui a débuté à la fin de la Deuxième Guerre mondiale et s'est terminée il y a quelques années a été une période de grande prospérité économique. Il est peu probable qu'une autre période de l'histoire de l'humanité ait vu les conditions de vie d'un si grand nombre de gens s'améliorer aussi rapidement. L'un des facteurs qui ont contribué à cette prospérité a été le succès des politiques adoptées par les grands pays industrialisés dans le but de maintenir un climat favorable à la croissance économique. Ces politiques procédaient du ferme

engagement pris par les gouvernements de ces pays de maintenir des niveaux élevés d'emploi et de production et elles impliquaient que les gouvernements et les banques centrales étaient disposés à adopter des politiques budgétaires et monétaires expansionnistes aux moindres signes de récession économique.

Cette stratégie a fonctionné assez bien pendant assez longtemps pour devenir, dans un grand nombre de pays, la solution classique en matière de gestion économique. Ainsi, il était devenu normal de recourir aux stimulants financiers dès que la situation économique s'assombrissait. Le recours à la stimulation financière était considéré comme le plus sûr garant de niveaux élevés et soutenus d'emploi et de production dans les économies de marché.

Les événements qui se sont produits au cours des quelque douze dernières années ont étalé au grand jour les problèmes que pose cette stratégie. Le principal problème est que la stimulation financière est difficile à doser, et la tendance persistante à administrer des doses excessives a eu de plus en plus pour résultat de provoquer des hausses successives des coûts et des prix au lieu d'une augmentation de la production et de l'emploi. C'est surtout à cela qu'est attribuable la poussée inflationniste mondiale du début des années 70. La crainte des facteurs de récession, de quelque nature qu'ils soient, a conduit les autorités d'un grand nombre de pays à suivre des politiques financières qui exerçaient, comme la preuve en a été faite par la suite, trop de pressions sur la capacité effective de leurs systèmes économiques d'accroître les niveaux d'emploi et de production. Par conséquent, les économies de ces pays ont connu de graves problèmes de surchauffe, qui ont engendré une forte dose d'inflation. Cette situation a été aggravée par le premier choc pétrolier et par quelques autres chocs d'intensité moindre, et c'est ainsi qu'a commencé la vague inflationniste qui a déferlé sur le monde.

Depuis, une autre des limites que

comporte la stimulation financière, en tant qu'instrument de politique économique, est devenue de plus en plus manifeste : on ne peut compter sur les effets bénéfiques de la stimulation dans une société qui n'a pas confiance dans la valeur future de sa monnaie. Lorsque les gens s'attendent ou craignent que l'inflation reste élevée ou s'accélère, ils ont tendance à voir dans les politiques de stimulation financière une justification de leurs attentes ou de leurs craintes. Les mesures qu'ils prennent alors pour se protéger font augmenter les coûts et les prix (y compris les taux d'intérêt) et réduisent les effets bénéfiques que la stimulation financière vise à engendrer au niveau de l'emploi et de la production.

C'est là la difficulté, plus ou moins grande selon les cas, devant laquelle se trouvent placées les autorités financières de toutes les sociétés d'économie de marché. Plus l'inflation qu'a connue un pays dans un passé récent a été forte, plus fragile sera la confiance des agents économiques dans la valeur future de la monnaie et plus grands seront les risques que les stimulants d'ordre financier accélèrent l'inflation plutôt que de favoriser l'emploi et la production. Cela restreint la marge de manœuvre des pouvoirs publics et explique pourquoi la plupart des pays hésitent à appliquer, au cours de la présente récession, des mesures de stimulation économique aussi vigoureuses que celles prises au cours des récessions précédentes.

Une des réactions que suscite un tel raisonnement consiste naturellement à dire : Et alors ? Si certains effets de la stimulation financière se perdent sous forme d'inflation, certains autres ne se perdent pas, et la réaction normale des responsables des politiques devrait être d'augmenter la dose, non de la diminuer. Ceci n'est rien d'autre que l'argument selon lequel l'aggravation de l'inflation est un prix qui vaut la peine d'être payé si l'on veut créer des emplois. La difficulté de cet argument est qu'il s'appuie sur une fausse prémisse, à savoir que les sociétés ont le loisir de se payer des

emplois avec de l'inflation. Ce choix, elles ne l'ont plus ou, si elles l'ont, ce n'est que pour un laps de temps très court. Il est possible qu'un tel choix ait existé quand la confiance dans la valeur future de la monnaie était encore solide, mais cette époque est révolue. Lorsque cette confiance est faible, tout ce que l'on peut se payer avec plus d'inflation, c'est davantage d'inflation. Les gains qu'on peut en tirer au niveau de l'emploi ne peuvent être que de courte durée.

Ce qui précède n'est en quelque sorte qu'une répétition de ce que j'ai déjà dit à maintes reprises, à savoir que la disposition à accepter l'inflation n'est pas une solution à la mauvaise tenue de l'économie. Naturellement, je suis heureux de constater que ce point de vue est partagé par beaucoup de gens. Pendant un certain temps, presque personne ne semblait être d'avis contraire. Mais les voix discordantes ont recommencé à se faire entendre, invoquant des arguments tels que « le remède est pire que le mal », ce qui revient à dire que la lutte contre l'inflation est pire que l'inflation elle-même. Raisonner de cette façon, c'est méconnaître la gravité du mal. Il est vrai que l'inflation se présente au début comme un mal bénin ; tant qu'elle apparaît comme un phénomène accidentel et passager, elle crée une impression de prospérité et contribue à la croissance économique. Cela continue tant que les gens ne se comportent pas en anticipant une persistance de l'inflation. Cependant, lorsque l'inflation dure pendant un certain temps, elle change de nature. Les gens la perçoivent comme un mal endémique et agissent comme s'ils s'attendaient qu'elle persiste, de sorte qu'elle s'alimente d'elle-même. C'est alors que surviennent les vraies difficultés. Si l'on ne combat pas l'inflation, si on la laisse se développer, elle s'accélère inévitablement. Et si l'on permet au processus de se poursuivre, il parviendra au stade final qui est l'hyperinflation, c'est-à-dire la perte complète de la valeur de la monnaie. Pour éviter un tel aboutissement, il faut tôt ou tard combattre l'inflation.

Nous n'avons d'autre choix que d'essayer un « traitement » quelconque.

Ce que je veux dire ici, c'est que même si les problèmes économiques mondiaux sont les plus graves que l'ont ait connus depuis les années 30, ils ne peuvent pas être réglés par un recours vigoureux à la stimulation financière. La raison en est que les succès dont ont été couronnées dans le passé les mesures de stimulation financière ont encouragé les pouvoirs publics à en faire un usage exagéré, ce qui a donné naissance à la Grande Inflation des années 70. Bon nombre des problèmes auxquels nous faisons face actuellement résultent des distorsions engendrées par cette inflation. Nous ne pourrions pas les résoudre en adoptant les politiques mêmes qui les ont causés. Pour assurer de nouveau le bon fonctionnement de nos économies de marché et pour stimuler le commerce international, nous devons d'abord rétablir la confiance dans la valeur de nos monnaies. Rien ne pourra aller vraiment bien tant que cela n'aura pas été fait. La confiance dans la valeur des monnaies ne s'est érodée que lentement, et on ne doit pas s'attendre à ce qu'elle se rétablisse en un tour de main. Cela ne signifie pas qu'il faille dénier, dans le proche avenir, toute marge de manœuvre aux politiques budgétaires et monétaires, mais plutôt que toute politique financière globale doit être à la fois conforme aux exigences d'un progrès continu vers la stabilité des coûts et des prix et perçue comme telle par un public sceptique. Si cette politique n'est pas perçue comme telle ou encore si elle suscite la crainte d'une résurgence de l'inflation, elle aura des effets pervers sur l'économie.

* * *

Comme nous n'avons vraiment d'autre choix que de combattre l'inflation, il est plus constructif de commencer par accepter cette réalité et de partir de là pour s'attaquer à la tâche, combien plus productive, de trouver les meilleurs moyens de combattre l'inflation.

L'affirmation la plus certaine qu'on peut faire au sujet des meilleurs moyens de combattre l'inflation est que le contrôle de l'expansion monétaire – c'est-à-dire de la création de monnaie – est un élément essentiel de tout programme de lutte contre l'inflation. Cette affirmation ne prête pas à controverse, et il n'y a pas lieu de s'y attarder. Dans le débat actuel, elle n'est pas tant contestée que négligée. Au Canada, l'institution qui est investie de la responsabilité du contrôle de la création monétaire est la Banque du Canada. Les gens essaient souvent de nous pousser à prendre des mesures qui impliqueraient un abandon du contrôle de la création de monnaie; ce faisant, ils ne semblent pas se rendre compte que c'est cela qu'ils nous demandent en réalité. Évidemment, nous devons refuser.

A mon avis, la principale confusion qui règne dans l'esprit des Canadiens au sujet de la banque centrale, c'est de croire que la Banque du Canada pourrait, si elle le voulait, amener les taux d'intérêt à s'établir, à plus ou moins brève échéance, à de bas niveaux. Cette confusion semble découler du fait que la Banque est en mesure d'exercer, dans des limites données, une influence considérable sur les taux à court terme. Pour cela, elle modifie le montant des réserves qu'elle met à la disposition du système financier et influence, par le fait même, les décisions des institutions financières en matière de prêts et d'emprunts. Ce moyen d'agir sur les taux d'intérêt, pour puissant qu'il soit à l'intérieur de certaines limites, a des effets pervers si l'on sort de ces limites. Si la Banque tentait de forcer les marchés financiers à accepter une structure des taux d'intérêt qui, dans l'optique des observateurs canadiens et étrangers, était de nature à entraîner une aggravation de l'inflation au pays, les détenteurs de titres libellés en dollars canadiens s'empresseraient de les vendre. Même des taux d'expansion monétaire très élevés ne pourraient empêcher une escalade des taux d'intérêt pratiqués sur le marché.

L'initiative de la Banque aurait été tout à fait pernicieuse.

Le fait est que la politique monétaire au Canada est conduite par le biais du marché, et le pouvoir qu'a la Banque du Canada de réduire rapidement les taux d'intérêt est bien moindre qu'on ne l'imagine souvent. Le principal pouvoir que possède la Banque pour faire baisser les taux d'intérêt réside dans sa capacité de contribuer à une baisse du taux d'inflation, et cela ne peut se faire du jour au lendemain.

L'usage que fait la Banque du Canada de la marge de manœuvre dont elle dispose en réalité peut par contre être l'objet de discussions. Comme je l'ai déjà dit, la possibilité de faire baisser les taux d'intérêt est toujours très limitée par la conjoncture du moment. Les choix qui s'offrent à l'intérieur de ces limites sont normalement trop restreints pour qu'ils puissent avoir, à court terme, des effets économiques importants, mais leur incidence à long terme est considérable. Ce sont les effets cumulatifs que la politique monétaire peut avoir sur longue période qui comptent le plus. Si le taux d'expansion monétaire reste trop bas sur longue période, il freinera la croissance économique; s'il est trop élevé, il entraînera l'inflation. Voilà la vraie nature de la politique monétaire.

L'objectif que la Banque du Canada poursuit depuis de nombreuses années déjà consiste à exercer une pression à la baisse, modérée mais continue, sur le taux d'inflation au pays. Cela constitue naturellement un objectif intermédiaire; l'objectif ultime est de favoriser une prospérité économique soutenue.

La poursuite de cet objectif a obligé la Banque à ralentir le rythme excessif que l'expansion monétaire avait atteint au Canada au début des années 70. La Banque a dû ainsi faire face à de nombreuses difficultés. L'expansion monétaire est un concept analytique qui ne peut servir à des fins de politique que s'il est appliqué à des situations particulières. Une section de ce Rapport est consacrée à l'utilisation que la

Banque a faite de l'agrégat M_1 comme guide. Je me limiterai à souligner ici que la décision prise par la Banque en novembre dernier de laisser de côté les fourchettes-cibles de croissance de M_1 ne reflète pas une modification fondamentale de son approche en matière de politique monétaire. Cette décision a été prise simplement parce que M_1 ne se prêtait plus à la formulation de cibles monétaires, car la relation qui existait entre cet agrégat, les taux d'intérêt et la dépense globale n'était plus assez fiable. Nous n'avons pas encore réussi à trouver un autre agrégat qui convienne à la détermination de nouvelles cibles d'expansion monétaire. Cet état de choses influence la manière dont nous décrivons notre politique mais non la politique elle-même. Nous continuons de croire que la politique monétaire doit amener l'expansion monétaire à adopter un rythme tendanciel qui favorise une croissance économique sans inflation. Interprétés avec soin, les agrégats dont nous disposons donnent une idée de la tendance de l'expansion monétaire.

Une autre difficulté que la Banque du Canada a rencontrée en exerçant des pressions anti-inflationnistes sur l'économie canadienne avait trait à l'intensité et à la stabilité de ces pressions. Afin de réduire au minimum les tensions qui découleraient, sur le plan économique, du rétablissement de la stabilité monétaire, la Banque n'a pas voulu adopter une politique plus restrictive qu'il ne le fallait pour réaliser cette stabilité en un certain nombre d'années. On ne pouvait prévoir avec assurance le degré de restriction monétaire nécessaire en raison de la connaissance limitée que l'on avait de la façon dont l'économie canadienne allait réagir. Il est clair maintenant que l'économie canadienne a opposé une vive résistance au ralentissement de l'inflation. Je reviendrai sur cette question.

L'intensité des pressions anti-inflationnistes dont l'économie canadienne a fait l'objet a été très inégale au cours des dernières années; ces pressions, qui étaient

plutôt faibles vers la fin des années 70, se sont intensifiées par la suite et sont encore très fortes. Cette évolution résulte dans une très large mesure du durcissement marqué de la politique monétaire survenu aux États-Unis à l'automne de 1979 et de la montée en flèche des taux d'intérêt qui s'en est suivie dans ce pays.

Il semble que certains Canadiens persistent à croire qu'il devrait être possible de gérer notre économie sans trop se soucier de ce qui se passe aux États-Unis. Cela est impossible, vu les liens très étroits et la grande interdépendance qui existent entre les deux pays. Il faudrait, pour que cela soit possible, rompre ces liens en restreignant les échanges commerciaux et les mouvements de capitaux. Le coût économique d'une telle rupture serait si élevé pour le Canada qu'il est difficile de concevoir qu'on puisse sérieusement la proposer comme solution. Le Canada compte parmi les pays qui bénéficient le plus de l'interdépendance économique.

On dit parfois qu'un pays comme le Canada peut à la fois profiter d'une grande interdépendance sur le plan des échanges internationaux et jouir d'une grande indépendance sur le plan de la politique économique si on laisse tout simplement le taux de change évoluer librement au gré des pressions du marché des changes. Cette thèse a connu une grande vogue dans les années 60, et, dans de nombreux milieux, on avait placé beaucoup d'espairs dans les avantages que les nations commerçantes allaient tirer du système de taux de change flexibles vers lequel la plupart des pays du monde se sont orientés dans les années 70. La réalité a été plutôt différente. De fait, les cours des monnaies des grandes nations commerçantes ont enregistré d'importantes variations, mais ce qui retient maintenant le plus l'attention, ce sont les effets perturbateurs que ces fluctuations ont sur les politiques économiques nationales et sur le commerce international. L'on reconnaît de plus en plus la nécessité d'harmoniser davantage les politiques économiques

nationales – y compris le dosage des politiques budgétaires et monétaires – de façon à stabiliser les taux de change.

L'argument économique en faveur d'une stabilité aussi grande que possible des taux de change est facile à comprendre. Pour les pays qui font beaucoup d'échanges avec l'étranger, le taux de change est, par définition, un prix très important. On peut raisonnablement dire, en parlant du Canada, que le taux de change du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. est le prix le plus important de toute l'économie. Il a, directement ou indirectement, une influence considérable sur toute la structure des prix canadiens. Laisser un prix de cette importance subir au Canada de très fortes fluctuations engendrerait, au niveau de l'activité économique, les effets les plus perturbateurs que l'on puisse imaginer.

Les arguments en faveur d'une stabilité aussi grande que possible du taux de change ne sont pas nécessairement des arguments en faveur d'une stabilité du taux de change à un niveau inadéquat. Le problème est le suivant : Comment sait-on si un taux de change est adéquat ou non? Les divers groupes d'agents économiques ont, en ce qui concerne le taux de change, des intérêts divergents, parfois même contradictoires. Le conflit entre les intérêts des entreprises exportatrices et ceux des consommateurs de produits importés en est l'exemple le plus clair. Il faut arriver à maintenir un équilibre entre l'intérêt public qui veut que les industries exportatrices d'un pays soient raisonnablement concurrentielles sur les marchés étrangers et l'intérêt public qui veut que la structure des coûts et des prix intérieurs soit protégée contre les hausses induites par une dépréciation de la monnaie. Certains semblent penser que cet équilibre n'a pas été maintenu ces dernières années au Canada et que la politique monétaire a trop protégé le taux de change. Cette opinion est plutôt surprenante si l'on considère l'ampleur et le rythme de la dépréciation du dollar canadien au cours des six dernières années. Si la dépréciation du

taux de change est si salutaire pour l'économie, on peut se demander pourquoi les choses n'ont pas mieux été au Canada. L'une des principales raisons est que la dépréciation de notre monnaie s'est accompagnée d'un taux élevé d'inflation. En somme, la baisse du taux de change a été plus frustrante qu'autre chose; personne n'y a trouvé son compte.

* * *

Les événements qui se sont produits en 1982 ont fait ressortir avec une très grande netteté les problèmes que le monde a hérités de la poussée inflationniste des années 70. La plupart des pays vivent un grand nombre de situations difficiles qu'ils doivent corriger ou dont ils doivent s'accommoder d'une manière ou d'une autre pendant que l'économie mondiale se remet de l'inflation. La transition se révèle partout un processus douloureux, mais il ne l'est nulle part autant que dans les pays en développement ou du Tiers-Monde.

La situation de ces pays a été mise en relief ces derniers temps par les difficultés qu'ils ont à gérer leur imposante dette extérieure, dont une grande partie a été contractée assez récemment. On trouvera dans une autre section du Rapport un bref exposé des origines et de la nature du problème. Il y est fait également mention de la contribution que la Banque du Canada a apportée, au nom du Canada, à un certain nombre d'initiatives financières internationales prises récemment en vue d'aider à régler ce problème. Il est possible que l'on ait à envisager, au cours des prochaines années, beaucoup d'autres initiatives internationales de ce type ou d'un autre, car le problème est grave et est loin d'être résolu. J'ajouterai ici seulement que la nature du problème est bien comprise et que j'ai bon espoir que ceux qu'il concerne sauront prendre les mesures qui s'imposent.

Une autre section du Rapport traite du processus d'ajustement par lequel l'économie canadienne doit passer tandis qu'elle

se relève de l'inflation. J'ai déjà fait allusion au fait que notre système économique a opposé une résistance opiniâtre à une réduction de la hausse continue des coûts et des prix. Pourquoi cette résistance a-t-elle été si opiniâtre?

Permettez-moi d'abord de mettre en doute que quiconque puisse donner une réponse définitive à cette question. Celle-ci touche un aspect du fonctionnement de la société canadienne qui a été par trop négligé. Tout élément de réponse que pourrait apporter à cette question la Commission royale d'enquête sur l'union économique canadienne et les perspectives de développement, qui a été créée récemment, sera le bienvenu. Il y a à mon avis de bonnes chances qu'un examen approfondi de la question débouche sur des politiques qui contribueraient à améliorer considérablement les perspectives d'emploi et de production au Canada.

L'effort déployé au Canada depuis quelques années pour réduire l'inflation repose sur une politique financière restrictive, qui est mise en œuvre par le biais des forces du marché. Cette approche n'a rien de nouveau. Nous vivons dans une économie de marché; l'inflation se produit par le jeu des forces du marché lorsque les conditions financières sont trop relâchées; dans le passé, nous avons déjà réduit l'inflation par une politique financière restrictive axée sur les mécanismes du marché; et nous avons parfois bénéficié d'assez longues périodes de prospérité sans inflation notable, en comptant sur les forces du marché pour maintenir un juste équilibre.

Le coût qu'implique la réduction de l'inflation par le jeu des forces du marché dépend de la souplesse avec laquelle les coûts et les prix réagissent aux pressions du marché. S'ils réagissent avec beaucoup de souplesse, l'affaiblissement de la demande sur les marchés entraînera un ralentissement marqué de la hausse tendancielle des coûts de main-d'œuvre, de certains autres coûts et des bénéfices d'exploitation, et par conséquent, un ralentissement marqué de la

hausse tendancielle des prix. Dans ce cas, la production ne sera guère perturbée, et la répartition des revenus guère modifiée, à moins que des changements sur les marchés extérieurs ne viennent compliquer le processus d'ajustement.

Toutefois, si les agents économiques ne réagissent pas avec souplesse, le processus engendrera davantage de perturbations. Les pressions du marché se traduiront par une baisse de l'emploi et de la production plutôt que par un recul de l'inflation.

Au Canada, la réaction a été d'une lenteur désespérante. Les profits ont considérablement baissé, mais la tendance à la hausse des coûts salariaux a tardé à s'infléchir de façon significative. Cette situation s'explique sûrement, du moins en partie, par l'existence de certains mécanismes qui ont fait contrepoids aux pressions du marché. Cela a accru à son tour le degré de pression qu'il fallait exercer sur le marché pour réduire l'inflation et a aggravé les pertes subies aux chapitres de l'emploi et de la production.

Il semble qu'une gamme très variée de mécanismes en place dans les secteurs privé et public ait contribué à créer cette situation. Ces mécanismes ont un dénominateur commun : ils diminuent la concurrence sur le marché du travail ou sur celui des biens. Il faudrait en faire un examen approfondi pour déterminer s'ils servent l'intérêt national. Si tel était le cas, il faudrait accepter sans sourciller la baisse de l'emploi et de la production dont ils s'accompagnent. Dans le cas contraire, il faudrait remplacer ces mécanismes par de meilleurs. Nous devrions cesser de nous complaire dans l'illusion, confortable, qu'il existe un moyen quelconque d'utiliser les politiques monétaires et budgétaires pour assurer un niveau d'emploi élevé et une production efficace, quelles que soient les politiques ou pratiques suivies dans d'autres domaines. Nous devrions étudier de façon plus minutieuse les conséquences de ces autres politiques et pratiques afin de déterminer si nous sommes disposés à les accepter.

Le programme des 6 et 5 % mis sur pied par le gouvernement fédéral ainsi que les programmes comparables adoptés par les provinces sont des initiatives visant à accélérer la réaction des coûts et des prix à la conjoncture anti-inflationniste actuelle. Ces programmes ont pour effet d'annuler temporairement les autres mécanismes qui servent à déterminer certains coûts et prix. Je crois que ces initiatives facilitent la transition à un climat économique moins inflationniste.

* * *

Dans ces observations, j'ai surtout traité de problèmes, comme le font d'ailleurs la plupart de ceux qui écrivent sur la situation économique actuelle. Certes, les problèmes ne manquent pas. Toutefois, pour avoir une vue objective de la conjoncture économique au pays et à l'étranger, il faut également tenir compte des aspects positifs de la conjoncture, dont voici les principaux : l'économie mondiale est en train de se remettre de l'inflation, la récession économique liée au processus d'ajustement ne semble pas devoir s'aggraver, les forces économiques jouent de plus en plus dans le sens d'une reprise et, enfin, les premiers signes de cette reprise se manifestent timidement.

Ce qui me semble le plus clair et le plus rassurant dans la conjoncture économique actuelle, c'est le fait que le Canada et bon nombre d'autres pays s'efforcent de venir à bout des excès provoqués par l'inflation des années 70. Cela devait arriver tôt ou tard et ne pouvait se faire qu'à grand-peine. Mais heureusement, cette transition est sur le point de s'achever. Les progrès que nous avons accomplis se manifestent clairement dans la tendance des coûts et des prix; le taux d'inflation s'est considérablement ralenti et continue de baisser. Ces progrès se manifestent également dans l'évolution des taux d'intérêt, qui fléchissent à mesure que le taux d'inflation recule. Mais cette transition est encore plus profonde;

elle consiste aussi en un changement d'attitude vis-à-vis du fonctionnement de l'économie. La tendance à croire que des hausses rapides de revenu peuvent être facilement obtenues est fortement ébranlée par une dure réalité économique : les hausses de revenu doivent être justifiées par l'efficacité de la production. Les décisions

économiques qui sont prises à l'heure actuelle au Canada sont empreintes d'un réalisme que l'on n'avait pas observé depuis assez longtemps. C'est sur ce fait que repose l'amélioration de nos perspectives économiques. C'est là la meilleure assise sur laquelle peut reposer la confiance dans l'avenir de notre économie.



L'activité économique et l'inflation

L'économie canadienne a dû faire face en 1982 à une chute marquée de la production et à une montée rapide du chômage. L'inflation a pour sa part continué de se ralentir. D'autres grands pays industrialisés ont connu une situation similaire, bien que la baisse de la production ait été en moyenne moins forte dans ces pays et que l'inflation y ait commencé à s'atténuer plus tôt qu'au Canada.

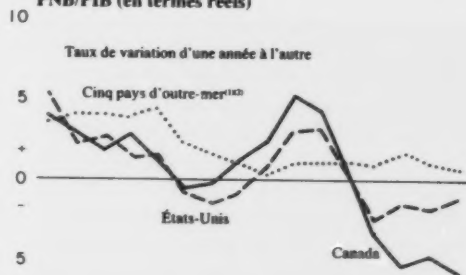
A la base du profil affiché par l'économie mondiale au cours de la dernière

année, on trouve le processus continu d'ajustement à des taux d'inflation plus faibles, qui s'est amorcé en 1979 avec le durcissement des politiques financières restrictives suivies dans la plupart des grands pays industrialisés. Dans un climat où la détermination des autorités à opposer une forte résistance à l'inflation a souvent semblé douteuse, le renforcement persistant des pressions à la hausse sur les coûts et les prix avait fait augmenter considérablement les anticipations inflationnistes. Dès 1979, des signes de plus en plus nombreux indiquaient que les anticipations d'une accélération de l'inflation commençaient à s'auto-alimenter. En réaction à ces pressions, les taux d'intérêt ont augmenté considérablement en 1979 dans la majorité des pays industrialisés tandis que les politiques budgétaires se durcissaient. Il en est résulté un processus d'ajustement à une conjoncture moins inflationniste qui se poursuit encore, mais cela s'est fait de façon différente et à un rythme différent selon les pays.

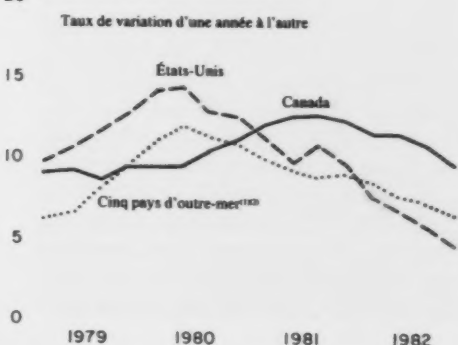
Au Canada, il s'est produit, entre le milieu de 1980 et le milieu de 1981, un gonflement de la demande et un renforcement marqué des pressions inflationnistes. Réaction imputable en partie à ces phénomènes, la chute de l'activité économique a été depuis lors très brusque, surtout par comparaison aux États-Unis, où la reprise économique avait été moins forte qu'au Canada durant la période 1980-1981. Le taux d'inflation au Canada a commencé à réagir à l'affaiblissement de la conjoncture des marchés en 1981, mais cette réaction a été assez graduelle, particulièrement au chapitre des coûts de production intérieure. Cependant, le taux d'inflation a été, durant la dernière partie de 1982 et au début de 1983, beaucoup moins élevé qu'il n'avait été un an plus tôt.

Comparaisons internationales

PNB/PIB (en termes réels)



Indice des prix à la consommation



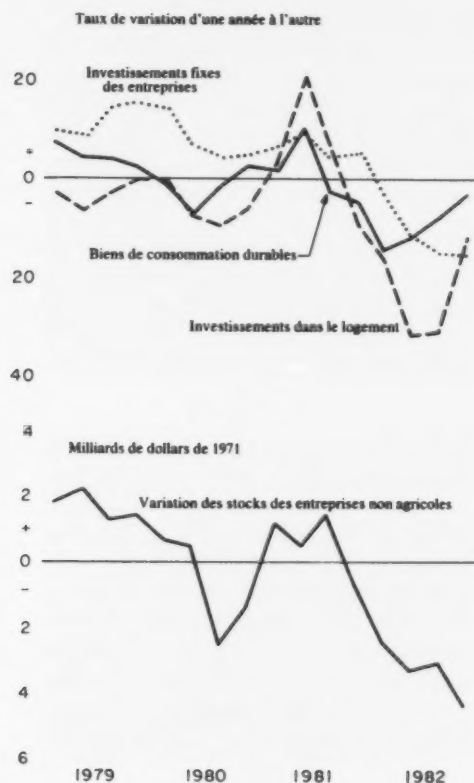
⁽¹⁾ Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie

⁽²⁾ Pondéré par le PNB/PIB de 1981

L'activité économique

Tandis que l'inflation s'accélérait et que les taux d'intérêt poursuivaient leur ascension au second semestre de 1979, l'activité économique a commencé à se ralentir au Canada. Cependant, les dépenses en termes réels se sont remises à augmenter au milieu de 1980, et la dépense nationale brute en volume a été de 5½ % plus élevée au deuxième trimestre de

Quelques composantes de la dépense réelle



1981 qu'elle ne l'avait été un an auparavant. Le trait frappant de cette progression rapide de la dépense (la DNB en dollars courants a augmenté de plus de 15 % sur la période comprise entre le milieu de 1980 et le milieu de 1981) réside dans la vigueur avec laquelle elle s'est poursuivie pendant

une bonne partie de 1981 malgré les fortes augmentations du loyer de l'argent. Ce phénomène semble s'expliquer par le fait que l'on croyait que les taux très élevés d'inflation allaient persister.

La grave récession qu'a connue le Canada – soit une baisse d'environ 7 % de l'activité économique par rapport au sommet atteint au milieu de 1981 – est en partie une conséquence directe de la faible conjoncture enregistrée à l'étranger. La demande d'un grand nombre de produits canadiens d'exportation, tels que les métaux, les produits forestiers et les produits manufacturés autres que les automobiles, a accusé une baisse substantielle. Parallèlement, toutefois, la dépense a été, en termes réels, encore plus faible sur le marché intérieur que sur les marchés d'exportation. Les dépenses discrétionnaires des ménages en biens de consommation comme les véhicules automobiles ou les articles d'ameublement ont été particulièrement faibles, de même que les dépenses consacrées à l'achat de maisons neuves. Les mises en chantier de logements ont fortement diminué jusqu'à la fin de 1982. Elles ont repris leur progression tout récemment par suite, d'une part, de la diminution du coût du financement hypothécaire qui a découlé de la baisse des taux d'intérêt et du prix des maisons et, d'autre part, des programmes mis en œuvre par les pouvoirs publics.

La réaction des entreprises a été dans l'ensemble similaire à celle des consommateurs. Devant la faiblesse de la demande, la diminution des bénéfices et la détérioration des bilans, les producteurs et les entreprises de distribution ont commencé à manifester une plus grande prudence. Aussi les stocks des entreprises ont-ils diminué constamment pendant plus d'une année. Les dépenses en immobilisations ont également chuté pendant presque toute la période considérée. A l'incidence de la conjoncture économique en général est venu s'ajouter le facteur particulier qu'a été la suspension d'un certain nombre de projets d'investissement d'envergure, dont

Production

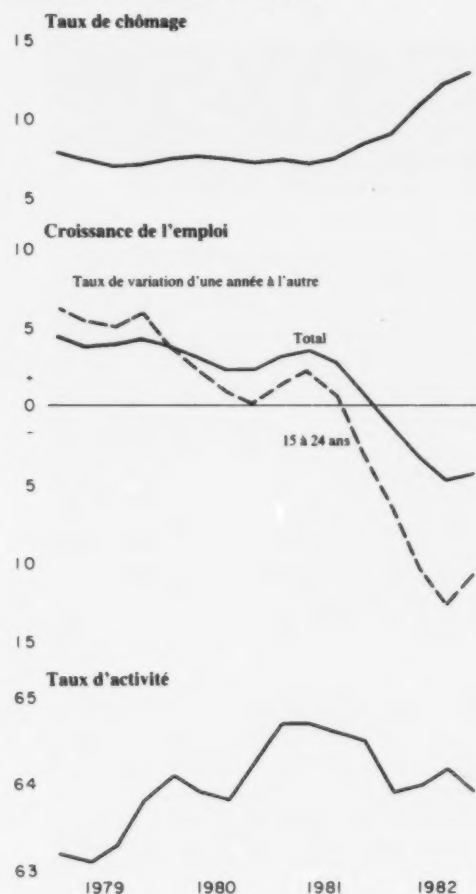


la viabilité dépendait du renchérissement et du maintien des prix élevés de l'énergie.

Le ralentissement de la demande à partir du milieu de 1981 s'est vite répercuté sur la production. Comme à l'ordinaire, ce sont les industries productrices de biens qui ont été le plus durement touchées par ce ralentissement, mais le secteur des services s'en est aussi ressenti au fil des mois. La chute de l'emploi enregistrée pendant la période de six trimestres qui s'est terminée à la fin de 1982 a été de 5 %, et, en raison de la faiblesse particulière des industries productrices de biens, le chômage a frappé davantage les hommes adultes que les femmes. La situation a été encore plus dure pour les jeunes que pour chacune de ces deux catégories. Comme c'est habituellement le cas en période de baisse de l'activité économique, la première réaction des employeurs a été de réduire l'embauche. Et comme on devait s'y attendre également, le taux d'activité, soit la proportion de la population en âge de travailler qui occupe ou cherche un emploi, a baissé depuis le début de la récession. Le taux de chômage s'est néanmoins fortement accru, passant de 7 % en août 1981 à plus de 12 % ces derniers temps. Aucune région n'a été épargnée. De manière générale, on peut dire que les difficultés éprouvées par les provinces centrales ont été surtout liées à la faiblesse du secteur

manufacturier, tandis que les provinces de l'Est et de l'Ouest ont plutôt subi le contre-coup de l'affaiblissement de la demande extérieure de biens provenant du secteur

Indicateurs du marché du travail



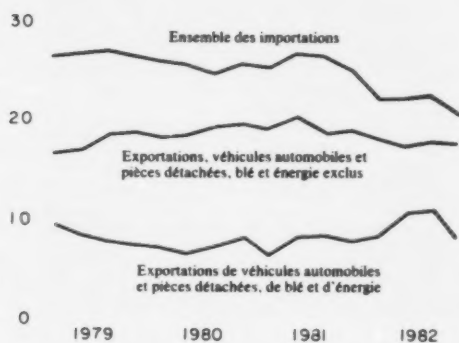
d'exploitation des ressources naturelles, phénomène qui s'est traduit par une diminution du volume des transactions et par une baisse des prix.

Un secteur de l'économie canadienne qui a particulièrement bien résisté à la dégradation de la conjoncture économique a été le secteur du commerce extérieur. L'excédent de la balance commerciale a atteint un nouveau record, tandis

que la balance courante, qui était déficitaire auparavant, s'est soldée en 1982 par un excédent appréciable, voisin de 1 % de la DNB. Il est évident, toutefois, lorsqu'on analyse les choses de plus près que ce renversement est imputable dans une large mesure à la faiblesse de la demande et de l'activité économique. Les importations ont diminué considérablement sous l'impact du fléchissement de la demande intérieure. Comme il a été mentionné précédemment, les marchés d'un large éventail de produits d'exportation canadiens ont été faibles. Cependant, si l'on examine l'ensemble des exportations canadiennes, dont la tenue a été relativement

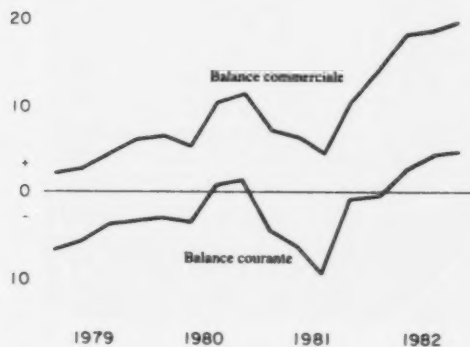
Volume des échanges commerciaux

Données désaisonnalisées, taux annuels - Milliards de dollars de 1971



Balance des paiements courants

Données désaisonnalisées, taux annuels - Milliards de dollars



bonne, on observe que les reculs enregistrés dans ces secteurs ont été largement compensés par la progression des exportations d'énergie, de blé et de produits de l'industrie automobile.

La hausse des coûts et des prix

La vigueur que le processus inflationniste avait acquise au Canada a persisté pendant une bonne partie de l'année 1981. Le taux d'accroissement de l'ensemble des coûts en salaire par travailleur a gagné 2 points de pourcentage pour s'établir aux alentours de 11 % vers le milieu de 1981. De plus, par suite des relèvements des prix de l'OPEP, l'énergie s'est renchérie de 30 % sur la période de quatre trimestres qui s'est terminée au milieu de 1981.

Bénéfices des sociétés



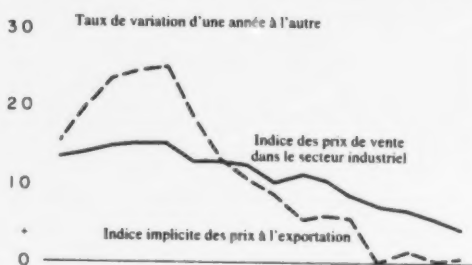
L'augmentation des prix à la consommation s'est accentuée, passant d'environ 10 % à la fin de 1979 à plus de 12,5 % vers le milieu de 1981.

Comme la récession s'aggravait et se prolongeait, les pressions inflationnistes internes ont commencé à se résorber. Dans un premier temps, la modération de ces pressions s'est surtout manifestée au niveau des prix - en ayant une forte incidence négative sur les bénéfices des sociétés - mais depuis peu, elle s'est aussi étendue aux coûts intérieurs. Les prix des matières premières, que la conjoncture

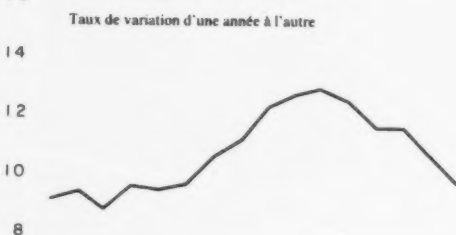
des marchés mondiaux avait déjà orientés à la baisse, ont continué à s'affaïsser jusqu'à l'automne de 1982, tandis que la hausse des prix de vente dans l'industrie continuait de se ralentir de façon régulière. Au cours des derniers trimestres, les prix à la consommation ont affiché un profil similaire de décélération, qui est de plus en plus visible. Le rythme

Indicateurs de l'évolution des prix et des coûts

Prix de vente dans le secteur industriel
et indice implicite des prix des marchandises exportées



Indice des prix à la consommation



Mesures des salaires



d'augmentation des éléments de l'indice des prix à la consommation qui sont le plus directement soumis à l'influence des forces du marché se ralentit de façon régulière depuis le premier trimestre de la récession, et cette modération peut être observée depuis quelque temps au niveau de certaines autres composantes de cet indice. L'augmentation des prix de l'énergie en particulier s'est considérablement modérée par rapport au rythme très rapide enregistré en 1981 et durant la première partie de 1982. Enfin, on a également observé au fil des mois des signes plus manifestes d'un net ralentissement de la progression des coûts de la production intérieure. Le rythme d'accroissement des gains moyens s'est considérablement ralenti tout le long de l'année, et les augmentations obtenues en vertu des accords salariaux sans clause d'indemnité de vie chère (IVC) nouvellement négociés sont tombées au-dessous de la barre des 10 %, donc bien en deçà des niveaux caractéristiques de l'année précédente. Au second semestre de 1982 sont apparus certains signes d'une amélioration de la productivité, c'est-à-dire de la production par travailleur. Conjugée à la modération des salaires nominaux, cette amélioration signifiait que la hausse des coûts de main-d'œuvre était moindre vers la fin de 1982 qu'elle ne l'avait été depuis de nombreuses années.

* * *

A l'heure actuelle, l'économie canadienne est soumise à de fortes influences contradictoires. L'impulsion des facteurs cycliques d'origine intérieure et extérieure qui sont à l'œuvre depuis un an et demi a amené l'activité économique et l'emploi à de très bas niveaux. L'incidence de ces facteurs se manifeste encore fortement dans tous les secteurs de l'économie canadienne, mais on observe aussi des signes de plus en plus évidents d'une amélioration. Aux États-Unis, la balance a penché du côté de la reprise, ce qui a commencé à influencer le marché de certains produits

d'exportation canadiens comme le bois. Au Canada, la réduction des stocks des entreprises à des niveaux plus bas et plus adéquats et l'amélioration de la situation financière des ménages sont les signes les plus clairs que l'ajustement nécessaire à la relance de l'activité économique est en

train de se faire. De plus, le taux d'inflation a diminué au Canada de façon appréciable au cours des derniers trimestres, de sorte que le climat dans lequel fonctionne l'économie est de loin meilleur que celui qui existait il y a un an et demi, au plus fort de la dernière poussée inflationniste.

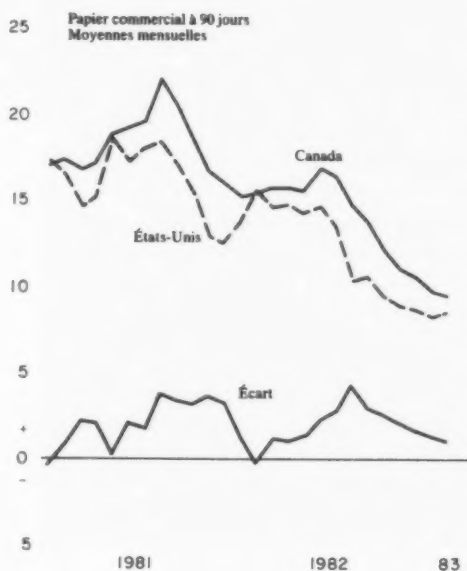
L'évolution des taux d'intérêt en 1982

Après avoir enregistré, par rapport aux sommets atteints durant l'été 1981, une chute marquée qui s'est poursuivie jusqu'au tout début de 1982, les taux d'intérêt ont augmenté sur l'ensemble du premier semestre, puis ils ont de nouveau dégringolé jusqu'à la fin de l'année. Au début de 1983, ces taux se situaient aux alentours de 10 %, c'est-à-dire qu'ils avaient diminué de plus de moitié par rapport aux sommets qu'ils avaient déjà atteints.

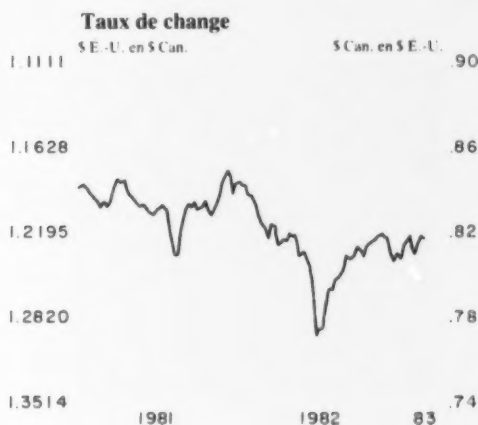
Au Canada comme aux États-Unis, la principale cause de la chute des taux d'intérêt qui s'est produite à partir du second semestre de 1981 a été la modification de la situation économique. Le taux de croissance de la dépense globale au Canada a nettement baissé, ce qui, dans un premier temps, reflétait surtout le ralentissement de l'activité économique, auquel est venu s'ajouter, par la suite, un recul considérable du taux d'accroissement des coûts et des prix. Il s'est aussi produit en même temps un affaiblissement de la demande de monnaie et de crédit. Le taux de croissance de la demande de crédit du secteur privé a subi au Canada une chute beaucoup plus marquée que celle de la dépense globale, en partie à cause de l'arrêt de la vague des prises de contrôle de sociétés qui avait marqué l'année 1981.

Le renversement temporaire de la tendance à la baisse des taux d'intérêt au Canada, qui a été observé au premier semestre de 1982, s'est produit après la progression considérable que les taux d'intérêt à court terme avaient enregistrée aux États-Unis au début de 1982. Compte

Taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada et aux États-Unis



tenu du fait que la dépense globale continuait à se ralentir au Canada, la Banque du Canada a d'abord opposé une résistance aux pressions d'origine américaine qui poussaient à la hausse les taux d'intérêt à court terme canadiens, ce, dans l'espoir que ces pressions seraient de courte durée. C'est ainsi que l'écart dans les taux pratiqués dans ces deux pays a

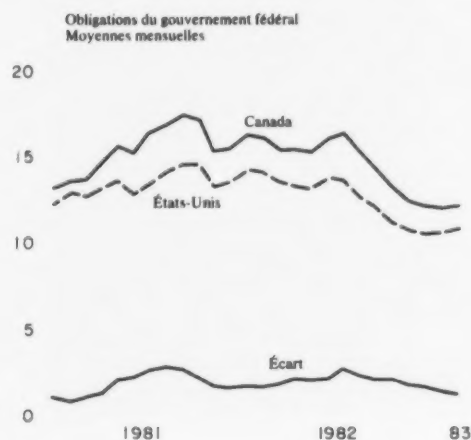


disparu pendant un certain temps. Toutefois, les taux d'intérêt américains n'ont pas tellement diminué pendant quelques mois, tandis que le taux d'inflation au Canada se situait bien au-dessus du taux américain et que les manifestations d'un ralentissement de l'inflation étaient beaucoup moins nombreuses au Canada qu'aux États-Unis. Cette situation, sur laquelle sont venues se greffer, d'une part, l'inquiétude régnant dans certains milieux au sujet du degré de détermination des gouvernements à poursuivre au Canada des politiques anti-inflationnistes et, d'autre part, l'annulation d'un certain nombre de grands projets énergétiques, a miné graduellement la confiance en la valeur extérieure du dollar canadien. Cette perte de confiance a entraîné une baisse du dollar canadien, qui, à la clôture du marché des changes le 22 juin, a finalement touché un creux de 76,8 cents É.-U., le cours le plus bas jamais enregistré.

Dans le but d'empêcher que la faiblesse croissante du dollar canadien sur le marché des changes n'entraîne une fièvre spéculative, la Banque du Canada a laissé les pressions à la hausse que l'évolution du marché des changes exerçait sur les taux d'intérêt se répercuter sur le marché monétaire intérieur. Les taux d'intérêt à court terme ont bondi de près de 2 points de pourcentage, avant que la confiance dans le dollar canadien ne se soit rétablie sur le marché des changes. Durant cette période, les taux de base pratiqués par les banques à charte ont augmenté de 1/4 point de pourcentage pour s'établir à 18 1/4 %.

La chute rapide des taux d'intérêt à court terme qui s'est produite aux États-Unis à partir du début du second semestre a contribué à creuser l'écart entre les taux canadiens et américains et à rétablir la confiance dans le dollar canadien. L'orientation anti-inflationniste du budget déposé en juin par le gouvernement fédéral a également joué en ce sens. La remontée du dollar canadien qui s'en est suivie a engendré un fort mouvement à la baisse des taux d'intérêt à court terme au pays. La Banque du Canada a atténué le rythme auquel ces taux diminuaient parce

Taux d'intérêt à long terme pratiqués au Canada et aux États-Unis



qu'elle estimait que la tendance à la baisse des taux d'intérêt à court terme se maintiendrait plus longtemps et s'accentuerait davantage si celle-ci ne provoquait pas un nouvel affaiblissement du dollar canadien sur les marchés de change ou si elle n'amenait pas les gens à douter qu'elle soit justifiée en termes de baisse du taux d'inflation.

Le recul des taux à court terme enregistré au second semestre de 1982 a été un peu plus graduel au Canada qu'aux États-Unis, mais il a été aussi un peu plus prononcé. L'écart entre les taux à court terme pratiqués dans les deux pays s'est rétréci, passant de plus de 4 points de pourcentage à environ 1½ point. Une fois de plus, cet écart est devenu inférieur à la différence entre les taux d'inflation respectifs des deux pays, mais la situation de la balance des paiements du Canada s'était améliorée tandis que le taux d'accroissement des coûts et des prix reculait assez rapidement. De la fin d'août 1982 au

début de 1983, le taux de change a été assez stable, se maintenant autour de 81 cents É.-U.

Sur l'ensemble de l'année 1982, les taux d'intérêt à court terme canadiens ont baissé de quelque 5 points de pourcentage pour s'établir à 10 % environ. Le taux de base des prêts bancaires, qui se situait à 17¼ % vers la fin de 1981, est tombé à un niveau qui se situait entre 11½ % et 11¼ % au début de 1983. Sur la même période, les taux hypothécaires, qui étaient d'environ 17½ % pour les prêts à un an, sont tombés à 12 % ou moins.

Quant aux taux d'intérêt à long terme, ils ont fléchi d'à peu près 3½ points de pourcentage en 1982. Comme les taux à court terme, ces taux avaient augmenté un peu durant le premier semestre de l'année, et toute la baisse s'est produite au second semestre. Comme dans le cas des taux à court terme, l'écart entre les taux à long terme canadiens et américains s'est creusé jusqu'en juillet, puis s'est rétréci.

Problèmes financiers internationaux

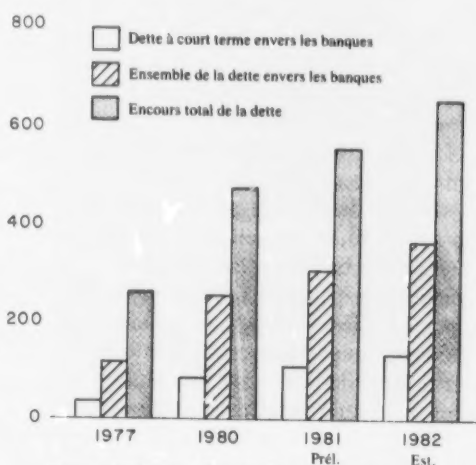
L'année 1982 a été marquée, sur la scène financière internationale, par des événements plutôt dramatiques. Les problèmes d'endettement vis-à-vis de l'étranger, qui existaient et s'aggravaient depuis un certain nombre d'années, ont revêtu au cours de cette période un caractère d'urgence, attirant l'attention du monde entier et suscitant une inquiétude universelle. Cette section retrace le cadre général dans lequel s'inscrivent ces événements et les efforts actuellement déployés pour y faire face.

L'accroissement marqué de l'endettement extérieur dans les années 70 résulte essentiellement de deux facteurs : l'impact immédiat des deux chocs pétroliers, celui de 1973 et celui de 1979, et l'existence d'un climat d'inflation et d'anticipations d'inflation. La première conséquence des chocs pétroliers a été une très forte augmentation des emprunts d'un grand nombre de pays importateurs de pétrole. De plus, ces chocs ont encouragé quelques pays, qui venaient de se découvrir des ressources pétrolières, à entreprendre des projets ambitieux de développement et de dépenses dont la viabilité dépendait d'une hausse continue du prix du pétrole. Mais l'augmentation marquée de l'endettement s'est produite dans le contexte d'une conjoncture largement inflationniste, aggravée par le fait que les taux d'intérêt ont été, pendant longtemps, bas par rapport au taux d'inflation.

Dans de telles circonstances, l'attrait d'un recours accru aux facilités de crédit internationales était grand pour les pays concernés. Parallèlement, de nombreuses banques commerciales, en particulier celles qui ont accès aux marchés internationaux de capitaux, ont commencé à augmenter rapidement le volume de leurs opérations internationales de crédit. Encouragées par la nécessité de recycler les excédents financiers des pays de l'OPEP, les banques se sont livrées à une concurrence acharnée pour

Encours de la dette extérieure des pays en développement non membres de l'OPEP

Milliards de dollars É.-U., données de fin d'année



Source : Organisation de Coopération et de Développement Économiques

s'emparer du marché, lucratif, des prêts aux pays débiteurs. Une des conséquences de cette concurrence a été de maintenir dans des limites extrêmement étroites les écarts entre les taux d'intérêt auxquels les banques accordaient leurs prêts et les taux qu'elles offraient aux déposants pour attirer un volume suffisant de fonds. De tels écarts tenaient très peu compte des risques courus, ce qui s'explique en partie par le fait que les prêts étaient souvent consentis à des gouvernements ou garantis par ces derniers. Avec l'augmentation de la proportion de crédits consentis à des taux flottants, les débiteurs sont devenus de plus en plus exposés aux risques de modification des conditions du crédit.

Tant que l'inflation mondiale se poursuivait à un rythme rapide, la plupart des pays ont pu, sans grande difficulté, faire face au service de leur dette et continuer à s'endetter. Toutefois, la conjoncture internationale s'est modifiée après la nouvelle poussée inflationniste de la fin des années 70 et l'adoption par les pays industrialisés de politiques financières plus restrictives. En 1982, le fardeau de la dette était devenu très lourd. Les taux d'intérêt ont été plus élevés que le taux général d'inflation, et tant les prix à l'exportation que le volume des ventes d'un grand nombre de matières premières échangées sur les marchés internationaux, dont le pétrole, ont fléchi. Les banques se sont préoccupées de façon croissante des risques que comportaient les prêts consentis à de nombreux pays en développement dont l'endettement s'était accru de façon particulièrement marquée. Lorsque, au cours de l'été, les prêteurs ont commencé à réduire les flux d'argent frais et se sont montrés peu disposés à refinancer des emprunts à court terme qui arrivaient à échéance, les problèmes d'endettement d'un groupe de pays sont rapidement apparus au grand jour. Ces problèmes ne se limitent pas à une région géographique quelconque, mais ils ont été particulièrement graves en Amérique latine.

Le système financier international n'est pas resté sans réagir à ces problèmes. En général, les mesures prises pour gérer chaque nouvelle situation comportaient, d'une part, certaines initiatives visant à mettre sur pied un programme d'ajustement économique destiné à limiter les nouvelles augmentations de la dette et, d'autre part, l'échelonnement sur une période plus longue des paiements à effectuer par les secteurs privé et public en remboursement des dettes arrivant à échéance, l'octroi d'un financement supplémentaire de caractère temporaire, ou à moyen terme, pour faciliter le programme de transition. La solution typique comportait la conclusion d'ententes multilatérales, mais celles-ci ont été complétées dans certains cas par des ententes bilatérales.

Le Fonds monétaire international a joué un rôle central. Les engagements envers les pays en développement ainsi que les montants nets qui leur ont été versés avaient déjà sensiblement augmenté au cours des deux années précédentes, et ils se sont de nouveau accrus en 1982. Mais le rôle important du FMI ne se mesure pas seulement au montant des avances consenties par cet organisme. En effet, le financement octroyé par le FMI est en grande partie subordonné à l'engagement pris par le pays bénéficiaire d'adopter et d'appliquer un programme d'ajustement, et, dans bien des cas, l'acceptation d'un programme recommandé par le FMI a permis aux pays de se procurer des ressources supplémentaires auprès de prêteurs privés ou d'organismes officiels.

Le calendrier prévu pour l'augmentation des ressources du Fonds a été raccourci. Un relèvement de près de 50 % de l'ensemble des quotes-parts des pays membres a été négocié dernièrement et attend d'être ratifié par les pays membres. De plus, le Canada et d'autres grands pays industrialisés ont négocié une restructuration importante des Accords généraux d'emprunt (AGE), dont les ressources devaient tripler pour s'élever à environ 19 milliards de dollars É.-U. Les nouvelles

dispositions devraient aussi permettre à tous les membres du FMI d'avoir théoriquement accès aux ressources des AGE s'ils ont des besoins financiers trop élevés pour qu'ils puissent les satisfaire en recourant aux ressources normales du Fonds.

Un certain nombre de facilités de crédit officielles a été organisé par l'intermédiaire de la Banque des règlements internationaux. Ces crédits ont pu être octroyés plus rapidement que ceux qui sont offerts par le FMI et avaient les caractéristiques des crédits-relais à court terme, en ce sens qu'ils devaient permettre aux emprunteurs de faire face à leurs obligations financières en attendant qu'un ensemble satisfaisant de crédits à moyen terme puisse être mis sur pied. Ces prêts-relais ont été pour la plupart fournis par la BRI, mais ils sont garantis par les banques centrales participantes. La valeur totale des facilités de crédit-relais accordées jusqu'à présent par les banques centrales, que ce

soit par le truchement de la BRI ou parallèlement aux prêts de cette institution, s'élève à 4,3 milliards de dollars É.-U. En 1982, la Banque du Canada a participé, au nom du Canada, aux crédits consentis par la BRI au Mexique et au Brésil pour un montant global de 230 millions de dollars É.-U.

Les banques commerciales ont participé activement aux opérations internationales de refinancement. Dans le cadre de ces opérations, elles ont conclu des accords, conjointement avec les organismes financiers internationaux, en vue de rééchelonner le remboursement des dettes arrivant à échéance ou déjà échues et en vue d'octroyer un flux constant, mais réduit, de nouveaux prêts à des pays en difficulté. Les grandes banques canadiennes, qui ont traditionnellement joué un rôle actif dans le financement international, ont apporté une contribution importante à ces opérations.



L'expérience de l'utilisation des agrégats monétaires

En novembre dernier, la Banque du Canada a annoncé qu'elle avait cessé de viser un rythme donné de croissance de l'agrégat monétaire M1. Cette annonce a été considérée dans certains milieux comme l'indice d'une modification profonde, d'une part, de l'approche suivie par la Banque en matière de politique monétaire et, d'autre part, de l'orientation donnée à cette politique. Il n'en est rien. La décision était d'ordre purement pratique et était dictée par l'incidence qu'avaient sur M1 les modifications importantes dont avaient récemment fait l'objet les formes sous lesquelles les encaisses de transactions sont détenues au Canada. La présente section traite de l'utilisation que la Banque a faite des agrégats monétaires pour évaluer le rythme de l'expansion monétaire et pour formuler les objectifs de sa politique.

Pendant longtemps, la Banque s'est intéressée à la possibilité de tenir compte, dans la formulation de sa politique monétaire, des variations qu'enregistraient sur longue période les diverses mesures ou définitions de la quantité de monnaie détenue par les Canadiens. Les recherches effectuées à la Banque sur la portée pratique des diverses mesures de la quantité de monnaie détenue par le public se sont intensifiées au moment de la flambée inflationniste de 1973-1974. S'appuyant sur un

nombre croissant de travaux d'analyse économique consacrés au rôle de la monnaie dans l'économie, ces recherches ont révélé qu'il existait, entre les variations d'une mesure de la monnaie au sens étroit et le comportement de l'économie, un lien que l'on pouvait utiliser pour améliorer la politique monétaire.

Une autre facette de la réévaluation de la politique monétaire à laquelle on a procédé à cette époque avait trait aux résultats auxquels avaient abouti les efforts déployés par les pouvoirs publics pour éliminer les cycles de courte durée de l'activité économique. Les prévisions économiques n'avaient été ni assez précises ni assez fiables pour servir de base à un réglage précis de l'activité économique. A cause d'une tendance à trop favoriser la stimulation, les politiques économiques suivies durant la fin des années 60 et au début des années 70 comportaient un biais inflationniste. On en est donc venu à la conclusion que l'on améliorerait la politique monétaire si l'on utilisait un horizon temporel plus long.

Ces modifications de l'approche suivie en matière de politique monétaire ont amené la Banque du Canada à annoncer, vers la fin de 1975, qu'elle visait une fourchette-cible de croissance donnée établie en fonction de M1, soit l'ensemble de la

Fourchettes-cibles de croissance de M1

Milliards de dollars, données désaisonnalisées
Echelle semi-logarithmique



monnaie hors banques et des dépôts à vue du public dans les banques à charte. La Banque a déclaré à ce moment-là qu'elle se proposait d'abaisser graduellement cette fourchette au cours des années à venir. Par la suite, elle l'a effectivement abaissée environ une fois par année. La Banque espérait que ces renseignements de nature quantitative sur l'orientation de la politique monétaire influenceraient les décisions économiques prises dans les divers secteurs de l'économie, et ce, d'une façon qui réduirait au minimum les perturbations liées au ralentissement de l'inflation. En établissant ces cibles, la Banque créait du même coup un instrument qui permettait d'évaluer les résultats de sa politique monétaire.

L'importance ainsi accordée à la réalisation d'objectifs de croissance de M1

n'impliquait aucune modification du mécanisme par lequel la Banque applique au jour le jour sa politique monétaire. Ce mécanisme repose sur l'octroi, par la Banque, des réserves-encaisse qui sous-tendent le fonctionnement du système financier, et les ajustements apportés à l'ensemble de ces réserves influencent les taux d'intérêt à court terme. C'est pourquoi on en est venu à considérer les décisions que prend quotidiennement la Banque dans le cadre de ses opérations en fonction de l'influence qu'elle doit exercer sur le profil de ces taux. Etant donné la sensibilité de M1 aux variations des taux d'intérêt à court terme, la Banque a commencé à s'inspirer, dans la prise de ses décisions, de la tendance de M1 par rapport à la fourchette-cible.

Dès le début, la Banque a pris soin

de comparer les renseignements que cet indicateur du rythme de l'expansion monétaire lui fournissait sur la politique monétaire avec ceux qu'elle tirait de l'analyse d'autres données économiques et financières. Il y avait de nombreuses raisons à cela. La première est que l'utilité de M1 comme agrégat-cible dépendait de la stabilité de la relation existant entre cet agrégat, la tendance de la dépense et les taux d'intérêt, et qu'il n'était pas difficile d'imaginer des circonstances de nature à compromettre cette stabilité. En fait, des modifications apportées aux pratiques bancaires ont quelque peu affaibli cette relation en 1976-1977 et de nouveau en 1980, et il a fallu en tenir compte au moment d'établir de nouvelles fourchettes-cibles.

Une autre raison pour laquelle nous tenions à comparer les variations de M1 à d'autres données tenait au fait que M1 n'indiquait pas de façon satisfaisante comment la politique monétaire devait réagir dans un premier temps aux chocs inflationnistes que l'économie canadienne subissait de temps à autre. Ces chocs résultaient habituellement des pressions à la baisse qui s'exerçaient sur le cours du dollar canadien. Lorsque le taux de change subit une baisse marquée, il arrive un moment où l'agrégat monétaire signale la nécessité d'un relèvement des taux d'intérêt, mais cela se produit seulement après que les effets inflationnistes de la chute du taux de change se sont manifestés dans l'économie. Dans une telle situation, une réaction plus rapide des taux d'intérêt aurait été plus conforme aux objectifs d'une politique monétaire visant à réduire l'inflation.

La Banque n'a donc jamais considéré son système de cibles de M1 comme une sorte de pilote automatique au service de la politique monétaire. A court terme, il fallait en tenir compte parallèlement à d'autres considérations. A plus long terme, ce système a servi, d'une part, à nous rappeler constamment la nécessité de ralentir l'expansion monétaire si nous voulions voir diminuer l'inflation et, d'autre part, à

signaler les risques d'erreurs de caractère cumulatif.

Ces deux dernières années, la relation entre M1 et l'évolution économique a été tellement faussée qu'il n'a plus été possible d'utiliser telles quelles les statistiques de M1; celles-ci exigent une telle dose d'interprétation que, pour le moment du moins, M1 n'est plus apte à servir de cible monétaire. L'action combinée de l'inflation, des taux élevés d'intérêt, de la technologie informatique et de la concurrence que se livrent les institutions financières a donné lieu à des innovations financières qui ont permis aux Canadiens à la fois de réduire de façon notable le volume moyen des encaisses qu'ils gardent pour effectuer des paiements et de détenir une plus grande proportion de ces encaisses sous forme d'avoirs productifs d'intérêts qui ne sont pas compris dans M1. Quelques exemples permettront d'illustrer ce qui s'est passé. Les banques offrent maintenant à un nombre croissant d'entreprises commerciales la possibilité de consolider quotidiennement les soldes de tous les comptes courants que ces dernières détiennent dans une même ville ou même à travers le pays, ce qui leur permet de fonctionner avec une encaisse moyenne plus petite. Dans certains cas, tout excédent du solde consolidé qu'une entreprise pourrait avoir à la fin de la journée est automatiquement viré pour un jour à un compte productif d'intérêts ou est affecté au remboursement d'emprunts à la banque concernée. Ainsi, certaines entreprises ne détiennent plus de dépôts compris dans M1. Dans d'autres cas, les fonds restent dans un compte courant et continuent donc de faire partie de M1, mais ils sont assortis d'un taux de rendement négocié, qui est soit versé sous forme d'intérêts, soit déduit des frais de service.

Des changements comparables se sont produits au niveau des services offerts aux particuliers. La création par les banques, durant les derniers mois de 1979, de comptes d'épargne produisant un

intérêt calculé sur le solde quotidien et non plus sur le solde minimal du mois a incité les particuliers à transférer dans des comptes de ce type les excédents de fonds, même temporaires, qu'ils détenaient dans des comptes de chèques personnels non productifs d'intérêts. Ces opérations se sont traduites par une diminution des soldes moyens des comptes de chèques personnels, lesquels font partie de M1. Une autre modification importante a été la création de comptes assortis d'un droit de tirage par chèque et d'un taux d'intérêt compétitif si le solde maintenu excède un certain minimum. L'existence de tels comptes encourage les particuliers à ne plus tenir de comptes de chèques et de comptes d'épargne distincts et à fermer leurs comptes de chèques, ce qui entraîne une diminution de M1.

Par suite de ces innovations, la croissance de M1 a été beaucoup plus lente que l'on aurait pu le prévoir à la lumière de l'évolution de la dépense globale et des taux d'intérêt. En principe, la Banque aurait pu ajuster son système de cibles de M1 de l'une ou l'autre des façons suivantes : elle aurait pu soit réviser à la baisse la fourchette-cible, soit élargir la définition de M1 de façon à englober les nouvelles formes sous lesquelles sont maintenant détenues les encaisses de transactions.

Les travaux portant sur un ajustement du niveau de la cible ont été gênés par les problèmes d'ordre statistique mentionnés dans le Rapport de l'an dernier, mais aussi par une autre difficulté encore plus grave, à savoir que le processus d'innovation dans le domaine bancaire de même que la réaction des clients des banques à ces innovations ont été à la fois rapides et continuels. Comme il est impossible de prédire avec quelque précision ce qui se passera du côté des banques ou des clients, on ne peut déterminer avec assurance les fourchettes-cibles qui conviendront à M1.

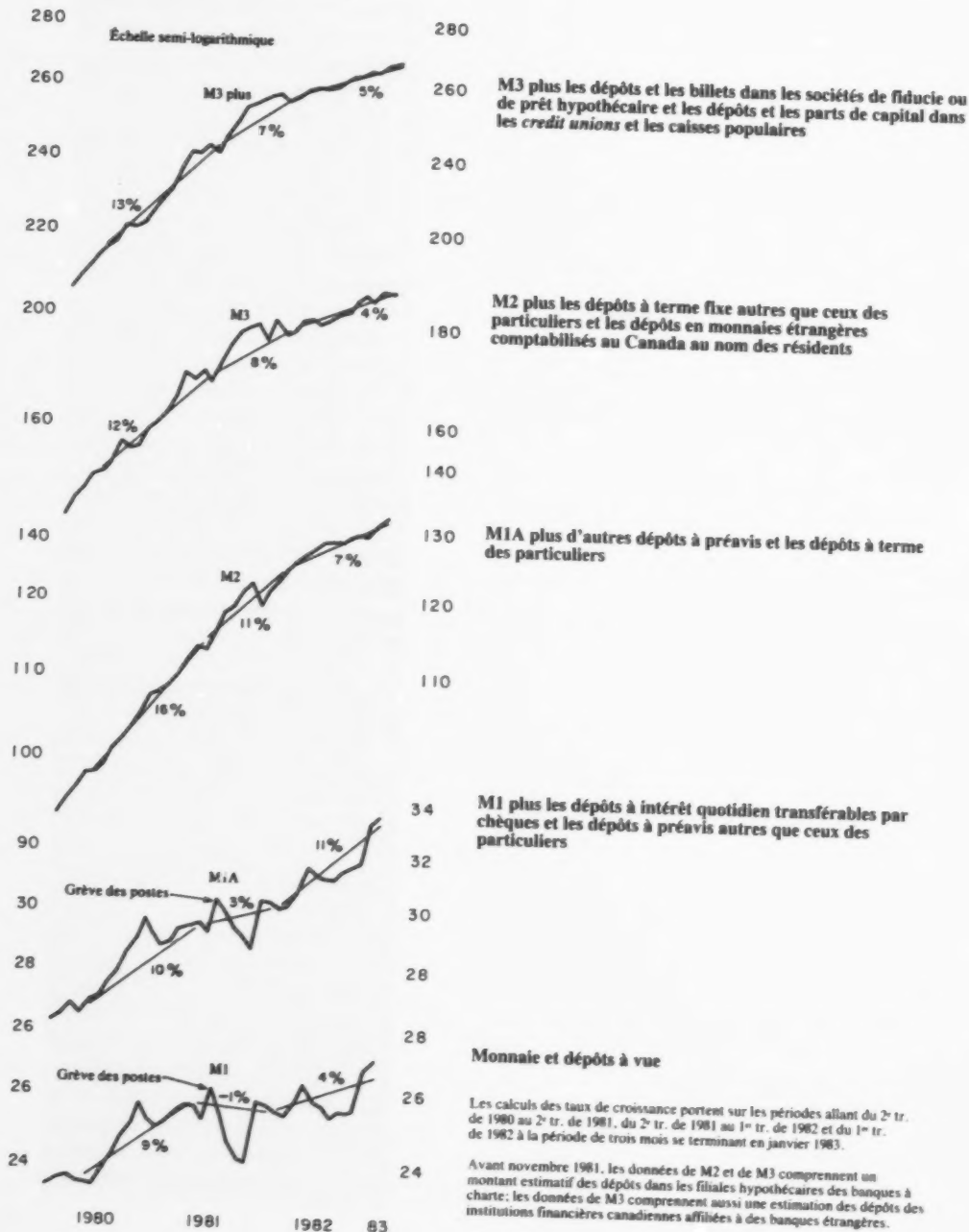
La Banque continue d'explorer la possibilité d'utiliser une mesure des

encaisses de transactions un peu plus large que M1. Un des agrégats qui fait présentement l'objet d'études comprend, outre les composantes de M1, les comptes productifs d'intérêts des particuliers et des entreprises auxquels ont été transférés, semble-t-il, la plupart des dépôts qui sont sortis de M1. Les données d'un tel agrégat, que nous appelons pour l'instant M1A, sont illustrées au graphique de la page 33 avec les données d'autres agrégats monétaires. Comme M1A comprend plus d'éléments que M1, il présente certains avantages sur ce dernier comme indicateur de la tendance de l'expansion monétaire. Il comporte toutefois certaines lacunes. L'une d'elles, c'est qu'il ne prend pas en compte – ce qu'aucun agrégat monétaire ne peut d'ailleurs faire – l'effet des réductions, plutôt que des déplacements, que les encaisses de transactions subissent par suite d'une innovation d'ordre financier. Une autre lacune, c'est qu'il n'a pas été possible de trouver un moyen d'inclure dans cet agrégat toutes les encaisses de transactions qui sont sorties de M1 pour aller grossir les autres formes d'avoirs financiers. Une autre encore tient au fait que, pour pouvoir inclure dans M1A le montant considérable des encaisses de transactions qui ont été transférées de M1 à des comptes ayant une double fonction, il a fallu aussi y ajouter les montants appréciables d'épargne véritable détenus dans ces comptes.

A cause de toutes ces lacunes, il y a dans le comportement de M1A une bonne part de variations qui ne peuvent être expliquées en termes d'évolution de la dépense globale et des taux d'intérêt. Les innovations financières continuant d'influencer le volume des encaisses de transactions, il est probable que l'on devra continuer d'interpréter les variations de M1A avec une bonne dose de jugement, de sorte qu'il serait prématuré d'utiliser cet agrégat pour établir des cibles monétaires, du moins pour le moment. On ne pourra utiliser à de telles fins un agrégat comme M1A que si les modalités relatives aux comptes de dépôts offerts aux titulaires des soldes

Agrégats monétaires

Milliards de dollars, données désaisonnalisées



de transactions témoignent de nouveau d'une plus grande stabilité.

Le fait qu'il n'existe pas d'agrégats monétaires présentant une relation suffisamment stable avec le comportement de l'économie pour servir de guide dans l'établissement de cibles monétaires ne signifie pas que la Banque ne dispose plus de renseignements sur le rythme de l'expansion monétaire. On peut obtenir des renseignements sur la tendance fondamentale de l'expansion monétaire en utilisant les agrégats monétaires existants – même s'ils comportent tous des lacunes – et en interprétant leurs variations à la lumière de leurs caractéristiques propres, de toute modification institutionnelle pertinente et des influences de la conjoncture économique et financière.

En ce qui concerne les agrégats au sens large, le trait le plus frappant de leur évolution récente est la décélération marquée de leur rythme d'expansion par rapport aux taux d'augmentation fort élevés enregistrés auparavant. Durant une partie des années 1980 et 1981, l'accroissement de ces agrégats a été gonflé par le boom du marché du logement et par le grand nombre de prises de contrôle de

sociétés, car une part importante de cette activité inhabituelle a été financée par l'entremise des banques. La décélération qui s'est produite depuis reflète en partie la baisse de cette activité, mais elle traduit surtout le ralentissement de la dépense globale dans l'économie. Les agrégats au sens large ne réagissent pas à court terme aux variations des taux d'intérêt.

L'évolution des agrégats au sens étroit, M1 et M1A, reflète les variations des taux d'intérêt à court terme ainsi que le ralentissement de la dépense dans l'économie. Les données de ces agrégats pour le second semestre de 1981 et le début de 1982 minimisent le rythme d'expansion monétaire en raison des innovations, décrites plus haut, qui ont influencé les encaisses de transactions; M1A a cependant été moins touché par ces innovations que M1. Les fortes diminutions des taux d'intérêt survenues dernièrement ont eu pour effet de réduire le manque à gagner résultant du maintien des encaisses de transactions sous des formes non productives d'intérêts, ce qui a provoqué un accroissement sensible de ces encaisses, même si les déplacements de fonds associés aux innovations financières ont continué.

La gestion de la dette publique et les opérations de change

La gestion de la dette publique

En 1982, la Banque du Canada a effectué, en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, des opérations de financement qui ont entraîné une augmentation de près de 18 milliards de dollars de l'encours de la dette intérieure du gouvernement. Ce montant a été légèrement inférieur au chiffre net des besoins de trésorerie en dollars canadiens du gouvernement fédéral pour cette année.

Le chiffre des dépôts du gouvernement était élevé au début de l'année en raison des très fortes ventes d'obligations d'épargne du Canada effectuées à l'automne de 1981; de plus, il s'est produit d'importantes entrées de fonds au premier semestre par suite des ventes de dollars É.-U. réalisées sur le marché des changes, surtout vers la fin de ce semestre. Le programme de financement du gouvernement s'est donc déroulé principalement

au second semestre. Au cours de cette période, en effet, les besoins en financement du gouvernement se sont accrus rapidement. Cet accroissement était lié en grande partie à l'incidence des opérations budgétaires du gouvernement, mais il a été

Résumé des modifications dans les opérations de financement en dollars canadiens du gouvernement fédéral

En milliards de dollars (valeur nominale)
1982

	de janv. à juin	de juill. à déc.
Bons du Trésor	- 0,6	+ 5,6
Obligations négociables ..	+ 0,9	+ 3,7
Total partiel	+ 0,3	+ 9,3
Obligations d'épargne du Canada	- 1,0	+ 9,0
Total	- 0,7	+ 18,3

accentué par le fait que l'on a utilisé des dollars canadiens pour acheter des devises étrangères à mesure que le dollar canadien se raffermissait.

L'une des caractéristiques des émissions d'obligations négociables réside dans le fait que l'échéance moyenne des titres offerts au public a été plus courte en 1982 qu'en 1981. L'émission d'obligations à moyen terme offrant à l'investisseur la faculté de prolonger l'échéance initiale du titre a été moins fréquente qu'au cours de l'année précédente. Cette option a été utilisée seulement en janvier et à trois reprises au cours de l'été, soit à des moments où l'incertitude était particulièrement grande sur les marchés financiers. Le montant brut des émissions d'obligations à échéance prorogeable a été de 2,3 milliards de dollars en 1982 (25 % de l'ensemble des émissions brutes), contre 4 milliards de dollars – répartis en huit émissions – pour l'année 1981 (ou 44 % de l'ensemble des émissions brutes). Le programme des émissions accordait une importance moindre aux obligations à très long terme et favorisait davantage les titres dont l'échéance était de l'ordre de 10 ans. Les émissions brutes d'obligations à 10 ans se sont ainsi chiffrées à 2,2 milliards de dollars (environ 25 % de l'ensemble des émissions brutes). Du début de 1980 au printemps de 1982, le gouvernement n'a pas émis d'obligations à 10 ans. Seulement 650 millions de dollars d'obligations à échéance de plus de 10 ans ont été émis au cours de l'année, contre 1,6 milliard de dollars en 1981.

A l'occasion de la campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada 1982-1983, le taux d'intérêt a été fixé à 12 % pour la première année, qui a commencé le 1^{er} novembre 1982, et à un minimum de 8½ % pour les six années qui restent à courir avant l'échéance. Il a été annoncé également que le taux de 12 % s'appliquerait aussi, pour l'année commençant en novembre, à toutes les autres émissions en circulation. Ces modalités

ont été annoncées le 7 octobre, soit quatre semaines environ après les dates auxquelles les annonces des campagnes précédentes étaient généralement faites. Pour réaliser un tel changement, on a procédé à une plus grande rationalisation du travail administratif et retardé les dates de la campagne de vente selon le Mode d'épargne sur le salaire. Les taux d'intérêt ont fléchi quelque peu entre le 7 octobre, date de l'annonce des modalités, et le 25 octobre, date du début de la campagne de ventes au comptant, ce qui a augmenté l'attrait des obligations d'épargne. Les ventes ont été, en termes bruts, de près de 11,5 milliards de dollars, chiffre qui n'a été dépassé que par le record de l'année précédente. Les obligations ont été retirées du marché le 8 novembre.

Le tableau de la page suivante, qui présente un résumé des variations qu'ont subies l'encours et les ventilations des titres du gouvernement, révèle que l'augmentation nette de la dette globale provient presque uniquement de l'augmentation des titres détenus par le public, dont près de la moitié est constituée d'obligations d'épargne du Canada. La diminution des avoirs détenus par la Banque du Canada sous forme de titres du gouvernement fédéral, portefeuille qui a tendance à s'accroître à long terme, s'explique par des variations temporaires enregistrées par le bilan de la Banque du Canada.

A la fin de 1982, les obligations d'épargne du Canada représentaient 31,5 % de l'ensemble de la dette intérieure du gouvernement, contre 28,7 % un an auparavant. La proportion des obligations négociables est tombée de 48,1 % à 44,4 % en 1982, et, à la fin de l'année, les bons du Trésor représentaient 24 % de l'encours de la dette; ce pourcentage est légèrement supérieur à celui de l'année précédente. L'échéance moyenne des titres négociables détenus par le public, qui avait été respectivement de 8,7 et de 8,0 ans à la fin de 1980 et 1981, est tombée à 6,6 ans en décembre 1982.

Résumé des variations de l'encours des titres du gouvernement canadien en 1982

En milliards de dollars (valeur nominale)

Bons du Trésor	+ 5,0
Obligations négociables	+ 4,6
Obligations d'épargne du Canada	+ 8,0
Total	+ 17,6
Ventilation par détenteur :	
Banque du Canada	
Bons du Trésor	- 3,0
Obligations négociables	+ 1,3
Total	- 1,7
Banques à charte	
Bons du Trésor*	+ 1,6
Obligations négociables*	+ 0,1
Total	+ 1,7
Comptes du gouvernement	
Bons du Trésor	+ 0,1
Obligations négociables	+ 0,2
Total	+ 0,3
Public	
Bons du Trésor*	+ 6,3
Obligations négociables*	+ 3,0
Obligations d'épargne du Canada	+ 8,0
Total	+ 17,3

*Estimations

Au cours de l'année, la Banque du Canada a prêté son concours au gouvernement à l'occasion du placement de trois emprunts obligataires sur les marchés étrangers. Ces emprunts, qui ont été contractés au premier semestre de l'année, ont permis de recueillir l'équivalent d'environ 1,3 milliard de dollars canadiens. Le premier, de 400 millions de francs suisses, a été obtenu en mars sous la forme d'un placement à titre privé de billets à 5 ans. Le produit de cette opération a été affecté au remboursement partiel d'un billet à terme fixe de 700 millions de francs suisses, qui avait été négocié en 1979 et

qui est arrivé à échéance en 1982. Le deuxième emprunt, de 200 millions de marks allemands, a été contracté en avril sur le marché allemand sous la forme d'une offre publique de billets à 7 ans. Le produit de cette opération a servi à rembourser une partie de l'emprunt à taux fixe de 400 millions de marks allemands obtenu par le gouvernement en 1978. Le troisième emprunt, qui avait été contracté en juin sur le marché des euro-devises, a permis de recueillir 750 millions de dollars É.-U. sous forme de billets à 5 ans. Les détails de ces émissions sont reproduits au Tableau IV de l'Annexe.

Le plafond de la ligne de crédit renouvelable en dollars É.-U. ouverte en 1978 au nom du gouvernement canadien par un consortium de banques étrangères, américaines et autres, a été porté en septembre de 3 milliards à 4 milliards de dollars É.-U. Jusqu'au 23 juin 1985, le Canada garde le droit d'emprunter jusqu'à concurrence de 1,5 milliard de dollars É.-U., à son gré au taux préférentiel des prêts bancaires aux États-Unis ou au taux interbancaire de Londres (LIBOR), plus ¼ de point. Si les avances dépassent 1,5 milliard de dollars É.-U., le Canada devra payer des intérêts calculés, à son gré, au taux préférentiel des prêts bancaires aux États-Unis, majoré de ⅛ de point, ou encore au taux interbancaire de Londres (LIBOR) majoré de ¾ de point. Passé le 23 juin 1985, la tranche de 1,5 milliard de dollars É.-U. qui peut être obtenue au taux le moins élevé sera réduite automatiquement chaque année par étapes pour s'établir à 75 % de ce montant durant l'année précédant l'échéance de la ligne de crédit, soit le 23 juin 1988.

Les opérations de change

Les opérations officielles de change effectuées par la Banque du Canada – en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances – ont visé, cette année encore, à atténuer les trop fortes fluctuations du taux

Taux de change

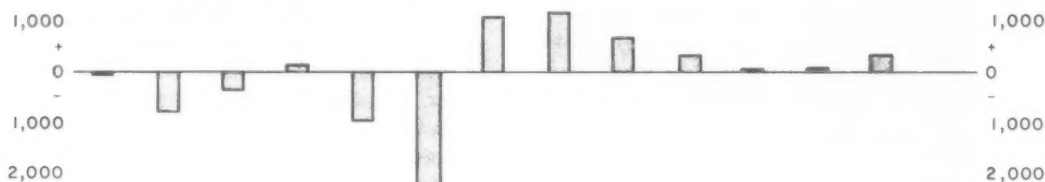
Cours de clôture du comptant, données journalières



Variations des réserves officielles

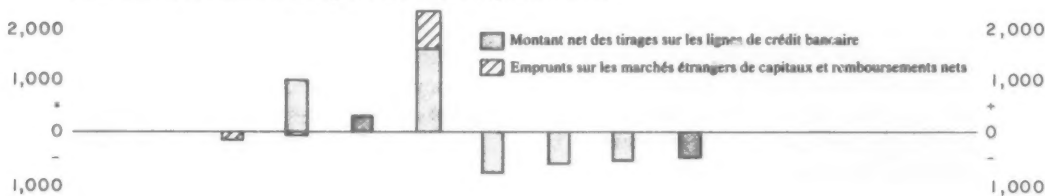
Millions de dollars É.-U., données mensuelles

A l'exclusion des opérations officielles de financement extérieur, du produit des ventes d'or et des effets comptables de la variation des cours⁽¹⁾

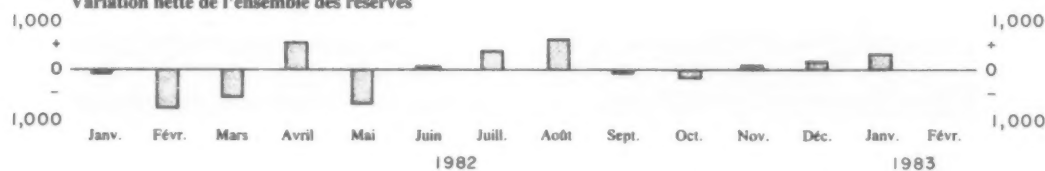


⁽¹⁾La valeur en dollars É.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le taux de change du dollar É.-U. faiblit par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire.

Financement en monnaies étrangères obtenu par le gouvernement



Variation nette de l'ensemble des réserves



Les données du taux de change vont jusqu'au 25 février 1983, celles des réserves officielles jusqu'au mois de janvier 1983.

de change. Le taux de change a connu durant l'année des périodes de hausse et de baisse, ce qui a entraîné des ventes et des achats importants de devises étrangères. Les réserves officielles ont été accrues selon les besoins grâce à des tirages sur les lignes de crédit ouvertes au nom du gouvernement canadien par des banques canadiennes et étrangères. En juin, l'encours de ces tirages a atteint 2,4 milliards de dollars É.-U., mais à la fin de l'année ils avaient tous été remboursés. Les

variations de l'encours de la dette en devises étrangères du gouvernement ont également eu une incidence sur le niveau des réserves. De petites quantités additionnelles d'or et de DTS ont été vendues, au cours de l'année, contre des dollars É.-U.

Les réserves officielles de liquidités internationales du Canada équivalaient à 4 371,1 millions de dollars É.-U. à la fin de 1981, à 3 793,2 millions à la fin de 1982 et à 4 109,5 millions à la fin de janvier 1983.



Tableaux en annexe



ANNEXE TABLEAU I

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles – En millions de dollars

	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens		
					Banques à charte	Gouvernement canadien	Autres
1982							
Janvier	- 904	+ 3	+ 210	- 1 075	+ 796	- 336	- 76
Février	- 305	+ 65	- 68	- 80	- 233	- 19	+ 24
Mars	+ 1 004	- 62	- 362	+ 172	- 586	+ 1 018	- 24
Avril	- 941	+ 11	+ 124	+ 74	- 84	- 783	- 13
Mai	+ 246	- 6	- 482	+ 374	- 447	- 199	+ 30
Juin	+ 408	+ 7	- 10	+ 439	- 173	+ 151	- 12
Juillet	- 1 030	+ 780	+ 915	+ 51	+ 784	- 186	+ 16
Août	+ 143	+ 283	- 825	- 80	- 296	- 14	- 9
Septembre	- 831	- 90	+ 251	- 79	- 571	- 9	- 11
Octobre	+ 4	- 114	+ 433	+ 14	+ 206	+ 67	+ 36
Novembre	+ 1 285	- 852	- 544	+ 222	- 246	- 41	- 46
Décembre	- 622	+ 1 276	+ 914	+ 1 052	+ 411	+ 48	+ 57
	<u>- 1 543</u>	<u>+ 1 301</u>	<u>+ 556</u>	<u>+ 1 084</u>	<u>- 439</u>	<u>- 303</u>	<u>- 28</u>
1983							
Janvier	+ 654	- 1 163	- 987	- 1 289	- 106	- 71	- 30

ANNEXE TABLEAU II

Réserves-encaisse des banques à charte

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Montant minimum requis : Total	Moyenne des avoirs en pièces de monnaie et en billets de la Banque du Canada	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables de la période
1982						
Janvier	1-15	7 816	1 852	5 964	6 035	10
	16-31				6 000	10
Février	1-15	7 667	2 084	5 583	5 661	11
	16-28				5 603	9
Mars	1-15	7 124	1 883	5 240	5 289	11
	16-31				5 319	12
Avril	1-15	6 949	1 829	5 119	5 197	10
	16-30				5 168	11
Mai	1-15	6 469	1 848	4 621	4 654	10
	16-31				4 667	10
Juin	1-15	6 425	1 914	4 511	4 599	11
	16-30				4 603	11
Juillet	1-15	6 726	1 965	4 761	4 799	10
	16-31				4 825	11
Août	1-15	6 866	1 932	4 933	4 978	10
	16-31				4 997	12
Septembre	1-15	6 383	2 004	4 379	4 435	10
	16-30				4 416	11
Octobre	1-15	6 358	1 985	4 373	4 413	10
	16-31				4 493	10
Novembre	1-15	6 350	1 991	4 359	4 429	10
	16-30				4 436	11
Décembre	1-15	6 430	1 985	4 445	4 481	11
	16-31				4 513	10
1983						
Janvier	1-15	6 742	2 001	4 741	4 795	9
	16-31				4 827	11
Février	1-15	6 883	2 356	4 526	4 575	11

(1) Pour obtenir les chiffres de ces deux colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques et des prises en pension effectuées avec les négociants du marché monétaire par le nombre de jours ouvrables compris dans la période.

Réserves-encaisse excédentaires		Encours des avances aux banques à charte et des pensions			
Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Nombre de jours		Encours moyen ⁽¹⁾	
		Avances	Pensions	Avances	Pensions
705	0,045	—	5	—	
358	0,023	2	6	6,1	83,5
853	0,050	1	9	1,3	58,6
177	0,013	1	4	7,7	122,2
532	0,032	2	11	21,8	71,2
940	0,051	—	9	—	243,3
776	0,051	1	4	—	173,9
530	0,031	1	4	0,3	45,1
331	0,023	2	4	0,7	47,3
464	0,033	1	10	12,9	169,0
965	0,061	2	10	0,1	191,3
1 010	0,064	2	9	0,2	146,4
380	0,025	3	6	3,9	35,6
713	0,043	2	5	29,4	50,8
444	0,029	4	10	25,5	182,9
761	0,042	3	9	4,9	201,3
563	0,038	—	11	4,3	251,5
412	0,025	1	7	—	144,1
398	0,026	2	10	5,5	209,5
1 197	0,080	—	10	22,7	217,0
695	0,046	1	10	—	265,4
847	0,051	2	9	23,5	204,6
400	0,024	2	10	3,1	224,8
676	0,045	3	9	8,1	190,1
			8	22,6	211,4
485	0,036	3	9	45,6	267,0
939	0,057	3	10	2,9	255,1
535	0,033	1	4	7,7	89,7

ANNEXE TABLEAU III

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes* avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques								
Bons du Trésor	Obligations ⁽¹⁾				Acceptations bancaires ⁽²⁾	Ensemble des postes précédents	Titres pris en pension	
	3 ans ou moins	3 à 5 ans	5 à 10 ans	Plus de 10 ans				
1982								
Janvier	- 105,0	-	-	-	-	- 105,0	+	0,0
Février	+ 30,0	-	-	-	-	+ 30,0	+	0,0
Mars	+ 270,0	-	-	-	-	+ 270,0	+	196,5
Avril	- 229,0	-	-	-	-	- 229,0	-	196,5
Mai	+ 44,0	-	-	-	-	+ 44,0	+	162,6
Juin	+ 367,0	-	-	-	-	+ 367,0	-	162,6
Juillet	- 1 102,0	+ 29,3	+ 57,5	-	-	- 1 015,2	+	32,6
Août	+ 172,0	-	-	-	-	+ 172,0	+	239,2
Septembre	- 591,5	+ 13,4	- 13,4	-	-	- 591,5	-	19,1
Octobre	- 356,5	+ 204,8	- 84,0	- 70,8	- 50,0	- 356,5	-	234,7
Novembre	+ 454,5	-	-	-	-	+ 454,5	+	285,8
Décembre	- 706,0	+ 186,1	- 27,9	- 158,2	-	- 706,0	-	303,8
Total	- 1 752,5	+ 433,6	- 67,8	- 229,0	- 50,0	- 1 665,7	+	0,0
1983								
Janvier	+ 236,6	+ 21,6	- 3,5	- 18,1	-	+ 236,6	+	288,0

* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (-) le contraire.

⁽¹⁾ Ventilation d'après le nombre d'années à courir à compter de la date de l'opération.

⁽²⁾ Y compris les acceptations bancaires arrivant à échéance.

Opérations nettes* avec le gouvernement ou d'autres clients							
Souscriptions lors de l'émission moins remboursements à l'échéance		Portefeuilles du gouvernement et des autres clients		Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement et en acceptations bancaires			
Bons	Obligations	Bons	Obligations	Bons	Obligations	Acceptations bancaires	Total
- 674,7	-	- 144,6	+ 1,8	- 924,3	+ 1,8	-	- 922,5
- 31,9	- 129,9	- 191,8	+ 2,7	- 193,7	- 127,2	-	- 320,9
+ 461,3	+ 325,0	- 232,5	+ 0,4	+ 671,3	+ 349,4	-	+ 1 020,7
+ 181,3	- 331,8	- 384,8	+ 0,5	- 605,0	- 355,3	-	- 960,3
+ 115,7	+ 150,0	- 233,1	- 10,6	+ 89,2	+ 139,4	-	+ 228,6
+ 445,7	+ 150,0	- 389,4	+ 9,1	+ 260,7	+ 159,1	-	+ 419,8
+ 236,3	+ 72,3	- 379,4	+ 0,9	- 1 212,5	+ 160,0	-	- 1 052,5
- 286,8	+ 200,0	- 195,4	- 0,1	- 81,0	+ 209,9	-	+ 128,9
- 168,8	+ 200,0	- 277,4	- 1,2	- 1 047,9	+ 189,9	-	- 858,0
+ 699,6	+ 122,9	- 242,6	+ 0,8	- 133,1	+ 122,6	-	- 10,5
+ 506,1	+ 400,0	- 352,9	+ 0,6	+ 893,5	+ 400,6	-	+ 1 294,1
+ 714,4	+ 71,9	- 369,6	- 50,4	- 665,0	+ 21,5	-	- 643,5
<u>+ 2 198,2</u>	<u>+ 1 230,4</u>	<u>- 3 393,5</u>	<u>- 45,5</u>	<u>- 2 947,8</u>	<u>+ 1 271,7</u>	<u>-</u>	<u>- 1 676,1</u>
+ 533,0	-	- 397,2	+ 0,9	+ 649,4	+ 11,9	-	+ 661,3

ANNEXE TABLEAU IV

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien*: émissions et remboursements

Date en 1982	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement					
1 ^{er} févr.	9¼ % 1 ^{er} févr. 1982				593 ⁽¹⁾
	9¼ % 1 ^{er} févr. 1982				475 ⁽²⁾
	16 % 1 ^{er} août 1984	2 ans et 6 mois	16,00	150	
	15½ % 1 ^{er} févr. 1987	5 ans	15,50	650 ⁽³⁾	
				800	
31 mars	15 % 1 ^{er} août 1984	2 ans et 4 mois	15,10	225	
	15 % 15 mars 1987	4 ans et 11½ mois	15,14	400	
	15½ % 15 mars 2002	19 ans et 11½ mois	15,54	200	
				825	
1 ^{er} avril	7¼ % 1 ^{er} avril 1982				675 ⁽⁴⁾
					162 ⁽⁵⁾
1 ^{er} mai	15 % 1 ^{er} août 1984	2 ans et 3 mois	14,91	100 ⁽⁶⁾	
	15 % 15 mars 1987	4 ans et 10½ mois	14,84	400 ⁽⁷⁾	
	15½ % 15 mars 2002	19 ans et 10½ mois	15,41	150 ⁽⁸⁾	
				650	
1 ^{er} juin	14¾ % 15 déc. 1984	2 ans et 6½ mois	14,94	100	
	14¾ % 1 ^{er} juin 1987	5 ans	15,04	250	
	15 % 1 ^{er} juin 1992	10 ans	15,15	200	
				550	
1 ^{er} juill.	7½ % 1 ^{er} juill. 1982				1 ⁽⁹⁾
	8 % 1 ^{er} juill. 1982				900 ⁽¹⁰⁾
	15½ % 1 ^{er} juill. 1985	3 ans	16,00	350	
	15 % 1 ^{er} juill. 1987	5 ans	15,37	400 ⁽¹¹⁾	
				750	
1 ^{er} août	16 % 1 ^{er} août 1984	2 ans	16,00	150 ⁽¹²⁾	
	15½ % 1 ^{er} févr. 1987	4 ans et 6 mois	15,58	600 ⁽¹³⁾	
				750	
1 ^{er} sept.	14½ % 1 ^{er} sept. 1985	3 ans	14,67	200	
	14¼ % 1 ^{er} sept. 1987	5 ans	14,47	650 ⁽¹⁴⁾	
				850	
15 oct.	8 % 15 oct. 1982				475 ⁽¹⁵⁾
	10¾ % 15 oct. 1982				200 ⁽¹⁶⁾
	12¼ % 15 oct. 1982				150 ⁽¹⁷⁾
	12¾ % 1 ^{er} oct. 1985	2 ans et 11½ mois	12,85	150	
	13 % 15 oct. 1987	5 ans	13,00	450	

Date en 1982	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	
				Livraisons	Remboursements
15 oct.	13½ % 15 oct. 1992	10 ans	13,69	400	
	13¾ % 15 mars 2000	17 ans et 5 mois	13,90	300 ⁽¹⁸⁾	
				<u>1 300</u>	
1 ^{er} nov.	12 % 15 nov. 1987	5 ans et ½ mois	12,00	200	
	12¾ % 15 nov. 1992	10 ans et ½ mois	12,75	500	
				<u>700</u>	
22 nov.	10¾ % 1 ^{er} oct. 1985	2 ans et 10½ mois	10,75	175 ⁽¹⁹⁾	
	11¾ % 15 déc. 1992	10 ans et 1 mois	11,75	525	
				<u>700</u>	
1 ^{er} déc.					6 ⁽²⁰⁾
15 déc.	11¾ % 15 déc. 1982				875 ⁽²¹⁾
	10¾ % 1 ^{er} oct. 1985	2 ans et 9½ mois	10,82	350 ⁽²²⁾	
	11 % 15 déc. 1987	5 ans	11,33	325	
	11¾ % 15 déc. 1992	10 ans	12,01	575 ⁽²³⁾	
				<u>1 250</u>	
	Ensemble des obligations			9 125	4 512
	Ensemble des bons du Trésor*			<u>63 000</u>	<u>57 975</u>
Titres en monnaies étrangères émis par le gouvernement					
8 mars	400 millions de FS				
	billets à 7¼ %				
	échéance 8 mars 1987	5 ans		264 ⁽²⁴⁾	
15 avril					1 ⁽²⁵⁾
29 avril	200 millions de DM				
	billets à 8½ %				
	échéance 30 avril 1989	7 ans		105 ⁽²⁶⁾	
16 juin	750 millions de dollars É.-U.				
	billets à 14¾ %				
	échéance 16 juin 1987	5 ans		962 ⁽²⁷⁾	
15 oct.					1 ⁽²⁵⁾
	Ensemble des billets et des obligations			<u>1 331</u>	<u>2</u>

(Suite)

(Suite)

- * Comprend les bons du Trésor à 3 mois, à 6 mois et à 1 an.
- ⁽¹⁾ Échéance d'obligations 9¼ % émises le 15 juin 1974.
- ⁽²⁾ Échéance d'obligations 9¼ % émises les 15 déc. 1978, 1^{er} févr. 1979, 15 mars 1979, 1^{er} juin 1979 et 15 juill. 1979.
- ⁽³⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 31 oct. 1986 en obligations 15½ % échéance 1^{er} févr. 1992; l'exercice de ce droit porte à environ 15,50 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} févr. 1982 à l'échéance en 1992.
- ⁽⁴⁾ Échéance d'obligations 7¼ % émises les 1^{er} févr. 1977 et 1^{er} avril 1977.
- ⁽⁵⁾ Annulation des titres suivants détenus par le Fonds de rachat : 29,3 millions de dollars d'obligations 9½ % 15 juin 1994; 25,5 millions de dollars d'obligations 10 % 1^{er} oct. 1995; 24,0 millions de dollars d'obligations 9¼ % 15 mai 1997; 14,5 millions de dollars d'obligations 9 % 15 oct. 1999; 12,5 millions de dollars d'obligations 9¼ % 15 déc. 2000; 32,5 millions de dollars d'obligations 9½ % 1^{er} oct. 2001; 6,0 millions de dollars d'obligations 8¼ % 1^{er} févr. 2002 et 18,0 millions de dollars d'obligations 9½ % 1^{er} oct. 2003.
- ⁽⁶⁾ En plus des 225 millions de dollars d'obligations 15 % 1^{er} août 1984 déjà en circulation.
- ⁽⁷⁾ En plus des 400 millions de dollars d'obligations 15 % 15 mars 1987 déjà en circulation.
- ⁽⁸⁾ En plus des 200 millions de dollars d'obligations 15½ % 15 mars 2002 déjà en circulation.
- ⁽⁹⁾ Échéance d'obligations 7½ % émises le 1^{er} juill. 1977.
- ⁽¹⁰⁾ Échéance d'obligations 8 % émises les 15 mai 1977, 1^{er} juill. 1977 et 1^{er} sept. 1977.
- ⁽¹¹⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} avril 1987 en obligations 15 % échéance 1^{er} juill. 1992; l'exercice de ce droit porte à environ 15,25 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} juill. 1982 à l'échéance en 1992.
- ⁽¹²⁾ En plus des 150 millions de dollars d'obligations 16 % 1^{er} août 1984 déjà en circulation.
- ⁽¹³⁾ En plus des 650 millions de dollars d'obligations 15½ % 1^{er} févr. 1987 déjà en circulation. Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 31 oct. 1986 en obligations 15½ % échéance 1^{er} févr. 1992; l'exercice de ce droit porte à environ 15,55 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} août 1982 à l'échéance en 1992.
- ⁽¹⁴⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} juin 1987 en obligations 14¼ % échéance 1^{er} sept. 1992; l'exercice de ce droit porte à environ 14,39 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} sept. 1982 à l'échéance en 1992.
- ⁽¹⁵⁾ Échéance d'obligations 8 % émises les 15 oct. 1977 et 15 déc. 1977.
- ⁽¹⁶⁾ Échéance d'obligations 10¼ % émises le 1^{er} oct. 1979.
- ⁽¹⁷⁾ Échéance d'obligations 12¼ % émises le 1^{er} oct. 1980.
- ⁽¹⁸⁾ En plus des 750 millions de dollars d'obligations 13¼ % 15 mars 2000 déjà en circulation.
- ⁽¹⁹⁾ En plus des 325 millions de dollars d'obligations 10¼ % 1^{er} oct. 1985 déjà en circulation.
- ⁽²⁰⁾ Annulation de titres garantis détenus par le Fonds de rachat.
- ⁽²¹⁾ Échéance d'obligations 11¼ % émises les 15 déc. 1979 et 1^{er} févr. 1980.
- ⁽²²⁾ En plus des 500 millions de dollars d'obligations 10¼ % 1^{er} oct. 1985 déjà en circulation.
- ⁽²³⁾ En plus des 525 millions de dollars d'obligations 11¼ % 15 déc. 1992 déjà en circulation.
- ⁽²⁴⁾ Le produit de la vente de l'émission a été affecté au remboursement d'un emprunt de 700 millions de FS 2¼ % émis le 8 mars 1979 et arrivant à échéance le 8 mars 1982.
- ⁽²⁵⁾ Rachat partiel à la valeur nominale des obligations en dollars É.-U. 5 % échéance 15 oct. 1987 effectué par le Fonds d'amortissement.
- ⁽²⁶⁾ Le produit de la vente de l'émission a été affecté au remboursement d'un emprunt de 400 millions de DM 5 % émis le 2 mai 1978 et arrivant à échéance le 30 avril 1982.
- ⁽²⁷⁾ Placés sur le marché des euro-dollars É.-U.

BANQUE DU CANADA État des revenus et dépenses

De l'exercice terminé le 31 décembre 1982
(avec chiffres comparatifs pour 1981)

	1982 (en milliers de dollars)	1981
REVENUS		
Revenus de placements et d'autres sources après déduction des intérêts de \$5 129 (\$6 399 en 1981) payés sur les dépôts	<u>\$1 986 072</u>	<u>\$1 945 575</u>
DÉPENSES		
Traitements ⁽¹⁾	\$ 42 857	\$ 35 837
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ⁽¹⁾	5 329	5 208
Autres frais de personnel ⁽²⁾	1 680	1 402
Honoraires des administrateurs	98	83
Honoraires et frais des vérificateurs	297	259
Impôts municipaux et taxes d'affaires	6 100	5 618
Coût des billets de banque	25 372	21 318
Informatique	4 669	4 315
Entretien des immeubles et de l'équipement - montant net ⁽³⁾ ..	8 378	7 431
Impression des publications	591	542
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	1 387	1 238
Postes et messageries	1 400	849
Télécommunications	1 348	1 144
Déplacements et mutations	1 405	1 464
Autres dépenses	<u>970</u>	<u>668</u>
	101 881	87 376
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	<u>5 717</u>	<u>5 020</u>
	107 598	92 396
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	<u>\$1 878 474</u>	<u>\$1 853 179</u>

- (1) Traitements et contributions aux régimes de retraite et d'assurance des employés autres que ceux affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employés utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les suppléants et les employés à temps partiel) a été de 2 015 en 1982 comparé à 1 960 en 1981, mais il s'est produit au cours de la période, dans la composition du personnel, une modification importante au bénéfice des catégories où le niveau des compétences est plus élevé.
- (2) Comprend les frais de fonctionnement des cafétérias, les gratifications de départ à la retraite ainsi que les dépenses au titre de la formation professionnelle et des services médicaux.
- (3) Frais d'entretien des bâtiments (coûts en personnel compris), déduction faite des loyers perçus.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1982
(avec chiffres comparatifs pour 1981)

ACTIF	1982 (en milliers de dollars)	1981
Dépôts payables en devises étrangères :		
Devises américaines	\$ 259 438	\$ 165 605
Autres devises	4 427	6 562
	<u>263 865</u>	<u>172 167</u>
Avances aux membres		
de l'Association canadienne des paiements	143 000	38 000
Placements, à leurs valeurs amorties :		
Bons du Trésor du Canada	2 426 499	5 245 872
Autres valeurs mobilières émises ou garanties		
par le Canada, échéant dans les trois ans	4 696 898	4 185 217
Autres valeurs mobilières émises ou garanties		
par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	8 247 778	7 483 569
Autres placements	1 240 867	2 633
	<u>16 612 042</u>	<u>16 917 291</u>
Immeubles de la Banque :		
Terrains, bâtiments et équipement, au prix		
coûtant, moins l'amortissement accumulé	82 210	78 993
Chèques tirés sur d'autres banques	<u>1 635 404</u>	<u>1 627 744</u>
Intérêts courus sur placements	<u>387 644</u>	<u>315 285</u>
Solde des recouvrements et des paiements		
en cours de règlement :		
Gouvernement du Canada (montant net)	283 778	—
Autres éléments d'actif	<u>14 964</u>	<u>4 457</u>
	<u>\$19 422 907</u>	<u>\$19 153 937</u>

PASSIF

	1982	1981
	(en milliers de dollars)	
Capital versé	\$ 5 000	\$ 5 000
Fonds de réserve	25 000	25 000
Billets en circulation	12 718 781	11 635 604
Dépôts :		
Gouvernement du Canada	81 016	384 194
Banques à charte	4 838 438	5 278 349
Autres dépôts	162 585	189 861
	5 082 039	5 852 404
Passif payable en devises étrangères :		
Gouvernement du Canada	80 608	51 700
Autres	147	236
	80 755	51 936
Chèques de la Banque du Canada non compensés	1 506 187	1 061 312
Solde des recouvrements et des paiements en cours de règlement :		
Gouvernement du Canada (montant net)	-	516 579
Autres	-	915
	-	517 494
Autres éléments de passif	5 145	5 187
	\$19 422 907	\$19 153 937

Le Gouverneur, G. K. BOUEY

Le Comptable en Chef, A. C. LAMB

Rapport des vérificateurs Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1982, ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1982, ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ & ASSOCIÉS

CLARKSON GORDON

Ottawa, Canada, le 12 janvier 1983

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

BANQUE DU CANADA
Notes complémentaires aux états financiers
au 31 décembre 1982

1. Principales conventions comptables

Ces états financiers ont été dressés dans le cadre des conventions comptables énumérées ci-dessous.

a) Forme de présentation :

La présentation de l'état de l'actif et du passif satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada.

b) Revenus et dépenses :

Les revenus et dépenses ont été comptabilisés selon la méthode d'exercice.

c) Placements :

Conformément aux prescriptions de la Loi sur la Banque du Canada, ces placements ont été inscrits au prix coûtant ajusté de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces placements ont été imputés aux revenus.

d) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice.

e) Amortissement :

L'amortissement a été inscrit selon la méthode du solde dégressif aux taux annuels suivants:

Bâtiments	5 %
Équipement	20 %

2. Dette éventuelle

En 1982, la Banque a convenu avec la Banque des règlements internationaux de participer à une initiative internationale dont le but était de fournir des facilités de crédit à court terme à la Banco de Mexico et à la Banco Central do Brazil. En vertu des accords conclus, la participation éventuelle de la Banque à ces facilités de crédit se limite à \$É.-U. 230 000 000 (\$Can 282 624 000 au taux de change du 31 décembre 1982), somme qui ne sera versée que si les remboursements prévus ne sont pas effectués.

Conseil d'administration

G. K. BOUEY	OTTAWA Gouverneur <i>Membre du Comité de direction</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Premier sous-gouverneur <i>Membre du Comité de direction</i>
J. CLARY	TORONTO (ONTARIO)
E. H. FINN	OTTAWA (ONTARIO)
J. H. FRASER	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)
S. KANEE	WINNIPEG (MANITOBA) <i>Membre du Comité de direction</i>
A. A. LEBOUTHILLIER	CARAQUET (NOUVEAU-BRUNSWICK)
J. R. LONGSTAFFE	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)
J. S. PALMER	CALGARY (ALBERTA)
M ^{ME} Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTREAL, (QUEBEC) <i>Membre du Comité de direction</i>
J. A. STACK	SASKATOON (SASKATCHEWAN) <i>Membre du Comité de direction</i>
M. WOODWARD	GOOSE BAY (TERRE-NEUVE)
Membre d'office	
M. A. COHEN	OTTAWA Sous-ministre des Finances <i>Membre du Comité de direction</i>

Cadres supérieurs

G. K. BOUEY, *Gouverneur*

R. W. LAWSON, *Premier sous-gouverneur*

*A. JUBINVILLE, *Sous-gouverneur*

J. W. CROW, *Sous-gouverneur*

J. BUSSIÈRES, *Conseiller*

G. G. THIESSEN, *Conseiller*

**J. S. ROBERTS, *Conseiller associé*

J. CLÉMENT, *Conseiller associé*

D. J. R. HUMPHREYS, *Sous-gouverneur*

J. N. R. WILSON, *Conseiller*

W. A. MCKAY, *Conseiller*

S. VACHON, *Conseiller*

W. CHEVELDAYOFF, *Conseiller associé*

T. E. NOËL, *Secrétaire*

*Détaché à la Banque du Zaïre dans le cadre d'un programme d'assistance technique du FMI

**Détaché à l'Association canadienne des paiements en qualité de Directeur général intérimaire

Département des Valeurs

F. FAURE, *Chef*

V. O'REGAN, *Sous-chef*

S. L. HARRIS, *Conseiller en valeurs*

I. D. CLUNIE, *Conseiller en valeurs*

N. CLOSE, *Conseiller en valeurs*

Département des Recherches

W. R. WHITE, *Chef*

J.-P. AUBRY, *Sous-chef*

Département des Études monétaires et financières

C. FREEDMAN, *Chef*

P. R. MASSON, *Sous-chef*

Département des Relations internationales

W. E. ALEXANDER, *Chef*

R. F. S. JARRETT, *Chef de la Section des opérations sur devises*

K. J. CLINTON, *Conseiller en recherches*

Département des Opérations bancaires

D. G. M. BENNETT, *Chef*

C. A. ST. LOUIS, *Sous-chef*

W. R. MELBOURN, *Sous-chef*

G. B. MAY, *Conseiller aux opérations bancaires*

E. W. CHINN, *Conseiller aux opérations bancaires*

Département de la Dette publique

J. M. ANDREWS, *Chef*

Secrétariat

T. E. NOËL, *Secrétaire*

R. L. FLETT, *Secrétaire associé*

J. M. MCCORMACK, *Coordonnateur à la planification des systèmes*

H. A. D. SCOTT, *Conseiller spécial*

Département d'Informatique

G. M. PIKE, *Chef*

D. W. MACDONALD, *Sous-chef*

Département du Personnel

J. E. H. CONDER, *Chef*

Département de la Gestion des immeubles

R. H. OSBORNE, *Chef*

K. W. KAINE, *Sous-chef*

Département de Contrôle

A. C. LAMB, *Contrôleur et Chef de la comptabilité*

C. J. STEPHENSON, *Sous-contrôleur*

Département de la Vérification

J. M. E. MORIN, *Vérificateur*

M. MUZYKA, *Sous-vérificateur*

Représentants régionaux et Agences

Département des Valeurs

TORONTO	D. R. CAMERON, <i>Chef, Bureau de Toronto</i>
MONTRÉAL	J. CLÉMENT, <i>Chef, Bureau de Montréal</i>
VANCOUVER	E. F. TIMM, <i>Représentant</i>
EDMONTON	A. G. KEITH, <i>Représentant</i>

Département des Relations internationales

TORONTO	D. R. STEPHENSON, <i>Cambiste-conseil</i>
MONTRÉAL	G. HOOJA, <i>Représentant des Opérations sur devises</i>

Département des Opérations bancaires

HALIFAX	R. E. BURGESS, <i>Agent</i>
SAINT-JEAN (N.-B.)	J. HUGHES, <i>Agent</i>
MONTRÉAL	R. MARCOTTE, <i>Agent</i>
	K. D. McDONALD, <i>Agent adjoint</i>
OTTAWA	G. H. SMITH, <i>Agent</i>
TORONTO	C. R. TOUSAW, <i>Agent</i>
	K. T. MCGILL, <i>Sous-agent</i>
	C. P. DESAUTELS, <i>Agent adjoint</i>
WINNIPEG	A. H. POTTER, <i>Agent</i>
REGINA	G. L. PAGE, <i>Agent</i>
CALGARY	R. E. A. ROBERTSON, <i>Agent</i>
VANCOUVER	D. G. WARNER, <i>Agent</i>